

JAKOB JOCHMANN

Institutionelle Investoren und Nachhaltigkeit

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
136*

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

136



Jakob Jochmann

Institutionelle Investoren und Nachhaltigkeit

Rechtliche Möglichkeiten, Grenzen und Probleme
des ESG-Stewardships in der börsennotierten
Aktiengesellschaft

Mohr Siebeck

Jakob Jochmann, geboren 1997; Studium der Rechtswissenschaften an der Humboldt-Universität zu Berlin und am King's College London; 2020 Erste Juristische Prüfung; Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht und Wirtschaftsrecht der Humboldt-Universität zu Berlin; Rechtsreferendariat am Kammergericht Berlin; 2025 Promotion.

orcid.org/0009-0001-9852-7171



Die Veröffentlichung wurde gefördert aus dem Open-Access-Publikationsfonds der Humboldt-Universität zu Berlin.

ISBN 978-3-16-164811-3 / eISBN 978-3-16-164812-0

DOI 10.1628/978-3-16-164812-0

ISSN 2193-7273 / eISSN 2569-4480

(Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <https://dnb.dnb.de> abrufbar. Zugl.: Berlin, Humboldt-Universität zu Berlin, Juristische Fakultät, Dissertation, 2025.

2025 Mohr Siebeck Tübingen.

© Jakob Jochmann



Dieses Werk ist lizenziert unter der Lizenz „Creative Commons Namensnennung 4.0 International“ (CC BY 4.0).

Eine vollständige Version des Lizenztextes findet sich unter: <https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>. Jede Verwendung, die nicht von der oben genannten Lizenz umfasst ist, ist ohne Zustimmung des Urhebers unzulässig und strafbar. Das Recht einer Nutzung der Inhalte dieses Werkes zum Zwecke des Text- und Data-Mining im Sinne von § 44b UrhG bleibt ausdrücklich vorbehalten.

Satz: epline, Bodelshausen. Gedruckt auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier.

Mohr Siebeck GmbH & Co. KG, Wilhelmstraße 18, 72074 Tübingen, Deutschland
www.mohrsiebeck.com, info@mohrsiebeck.com

Vorwort

Institutionelle Investoren sollen sich als Aktionäre in ihren Portfoliogesellschaften für Nachhaltigkeitsbelange einsetzen. Die vorliegende Arbeit widmet sich diesem unter dem Begriff „ESG-Stewardship“ bekannten Ansatz. Sie stellt ESG-Stewardship konzeptionell vor, untersucht es aus rechtsökonomischer, rechtstatsächlicher und rechtsdogmatischer Perspektive und geht auf ausgewählte rechtspolitische Fragestellungen ein. Im Mittelpunkt der Untersuchung steht die These, dass das nachhaltigkeitsbezogene Engagement institutioneller Investoren differenziert beurteilt werden muss. Demnach ist ESG-Stewardship als Unterfall des klassischen Stewardships grundsätzlich rechtsökonomisch zu begrüßen und rechtlich weitestgehend zulässig. ESG-Stewardship als gesellschaftspolitisches Instrument ist hingegen grundlegenden rechtsökonomischen Bedenken ausgesetzt und rechtlich überwiegend unzulässig.

Die Arbeit wurde im Wintersemester 2024/2025 von der Juristischen Fakultät der Humboldt-Universität zu Berlin als Dissertation angenommen. Sie entstand im Zeitraum von Februar 2021 bis Juni 2024, überwiegend während meiner Tätigkeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht und Wirtschaftsrecht der Humboldt-Universität zu Berlin. Gesetzgebung, Rechtsprechung und Literatur befinden sich auf dem Stand von April 2025.

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater Prof. Dr. Lars Klöhn, an dessen Lehrstuhl ich über viele Jahre hinweg zunächst als studentischer und später als wissenschaftlicher Mitarbeiter tätig sein durfte. Seine rechtsökonomisch geprägte Perspektive auf das Recht, seine inspirierende Art und sein großzügiger Vertrauensvorschuss haben die Grundlage für das Entstehen der vorliegenden Arbeit gelegt. Prof. Dr. Gregor Bachmann danke ich herzlich für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens und Prof. Dr. Andreas Nelle für die Übernahme des Prüfungsvorsitzes.

Prof. Dr. Alexander Hellgardt, Prof. Dr. Axel Metzger, Prof. Dr. Giesela Rühl sowie der viel zu früh verstorbenen Prof. Dr. Heike Schweitzer danke ich für ihre hilfreiche Kritik während der Entstehungsphase der Arbeit. Svenja Brüning, Philipp Hornung und Nils Weinberg bin ich sehr dankbar für ihre inhaltlichen und sprachlichen Anmerkungen. Der Studienstiftung des deutschen Volkes gilt großer Dank für die Gewährung eines großzügigen Promo-

tionsstipendiums. Der Open-Access-Publikationsfonds der Humboldt-Universität zu Berlin, die Johanna und Fritz Buch Gedächtnis-Stiftung sowie die Studienstiftung *ius vivum* haben die Veröffentlichung der Arbeit großzügig gefördert, wofür ich mich ebenfalls herzlich bedanke.

Ein besonderes Privileg war es, diese Arbeit in einem freundschaftlichen und inspirierenden Umfeld am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht und Wirtschaftsrecht der Humboldt-Universität zu Berlin verfassen zu dürfen. Bessere Rahmenbedingungen für das Erstellen der Arbeit hätte ich mir nicht wünschen können. Für die motivierende Zusammenarbeit, für viele ebenso kluge wie konstruktive Anmerkungen und für die bereichernde gemeinsame Zeit danke ich Dr. Jannik Adam, Julian Franke, Lola Witt und Jacob Zell.

Schließlich gilt der größte Dank meinen Eltern und meiner Zwillingsschwester, die mich in allen Phasen dieser Arbeit und meines Lebens bedingungslos unterstützt haben. Ihnen ist diese Arbeit gewidmet.

Berlin, im August 2025

Jakob Jochmann

Inhaltsübersicht

Inhaltsverzeichnis	IX
Tabellenverzeichnis	XXI
Abbildungsverzeichnis	XXII
Abkürzungsverzeichnis	XXIII
<i>Einleitung</i>	1
A. Der Klimawandel und das Privat- und Wirtschaftsrecht	1
B. Institutionelle Investoren und ESG-Stewardship	4
C. Kritik an ESG-Stewardship und Forschungsfragen	8
D. Gang und Methodik der Untersuchung	12
<i>Kapitel 1: ESG-Stewardship</i>	15
A. Stewardship	17
B. ESG-Stewardship	35
C. Zusammenfassung und Relevanz für die Forschungsfragen	48
<i>Kapitel 2: Rechtsökonomische Untersuchung</i>	51
A. Grundlagen	53
B. Bewertung	81
C. Zusammenfassung und Relevanz für die Forschungsfragen	141
<i>Kapitel 3: Rechtstatsächliche Untersuchung</i>	147
A. Stewardship-Berichte	148
B. Fälle des ESG-Stewardships	157
C. Empirische Studien	174
D. Zusammenfassung und Relevanz für die Forschungsfragen	189

<i>Kapitel 4: Rechtsdogmatische Untersuchung</i>	193
A. Instrumente	196
B. Grenzen	272
C. Pflichten	353
D. Zusammenfassung und Beantwortung der ersten Forschungsfrage	383
 <i>Kapitel 5: Rechtspolitische Diskussion</i>	 391
A. Instrumente	394
B. Grenzen	413
C. Pflichten	423
D. Weitere Ansätze zur Lösung des Anreizproblems	429
E. Zusammenfassung und Beantwortung der zweiten Forschungsfrage	445
 <i>Schluss</i>	 449
 Anhang: Skript RStudio	 455
Rechtsprechungsübersicht	459
Literaturverzeichnis	463
Presseverzeichnis	515
Stichwortverzeichnis	519

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsübersicht	VII
Tabellenverzeichnis	XXI
Abbildungsverzeichnis.....	XXII
Abkürzungsverzeichnis.....	XXIII
<i>Einleitung</i>	1
A. Der Klimawandel und das Privat- und Wirtschaftsrecht.....	1
B. Institutionelle Investoren und ESG-Stewardship	4
C. Kritik an ESG-Stewardship und Forschungsfragen	8
D. Gang und Methodik der Untersuchung	12
<i>Kapitel 1: ESG-Stewardship</i>	15
A. Stewardship	17
I. Konzept	18
1. UK Stewardship Code 2010/2012	19
2. Stewardship in Deutschland	21
II. Definition und Merkmale	24
1. Institutionelle Investoren	25
a) Wirtschaftsrechtliche Normen	26
aa) §67 Abs. 2 Satz 2 lit. g) WpHG.....	26
bb) §5 Abs. 1 Satz 2 Nr. 2 WpÜG a. F.	27
cc) DCGK und §134a Abs. 1 Nr. 1 AktG	27
b) Literatur	28
c) Definition für die vorliegende Arbeit	30
2. Aktive Aktionäre	30
a) Begrenzung auf Aktionäre	31
b) Verhältnis zu aktivistischen Aktionären	32
3. Maßnahmen.....	33
4. Ziele	34

B. ESG-Stewardship	35
I. Zwei Konzepte	36
1. Unterfall des klassischen Stewardships	37
2. Gesellschaftspolitisches Instrument	37
II. Definition und Merkmale	39
1. Umwelt	40
2. Soziales	41
3. Unternehmensführung	41
III. Verhältnis zu weiteren Begriffen	42
1. Nachhaltigkeit	42
2. Corporate Social Responsibility	44
3. Langfristigkeit	46
C. Zusammenfassung und Relevanz für die Forschungsfragen	48
<i>Kapitel 2: Rechtsökonomische Untersuchung</i>	51
A. Grundlagen	53
I. Anteilsbesitz institutioneller Investoren	53
1. Entwicklung der Aktionärsstruktur in Deutschland	53
2. Aktuelle Aktionärsstruktur der DAX-40-Gesellschaften	56
II. Anreize zum ESG-Stewardship	56
1. Wertsteigerung der adressierten Portfoliogesellschaften	57
a) Grenzen bei Externalitäten	59
b) Schwacher Anreiz trotz Wertsteigerung	61
aa) Geringer Nutzen trotz Wertsteigerung	61
(1) Ebene des institutionellen Investors	61
(2) Ebene des Fondsmanagers	62
bb) Trittbrettfahrerproblem	63
cc) Interessenkonflikte	63
dd) Ausnahmen und ihre Reichweite	64
(1) Marktweites ESG-Stewardship	64
(2) Zusammenarbeit mit aktivistischen Aktionären	66
2. Wertsteigerung des gesamten Portfolios	68
a) Internalisierung von Externalitäten	69
b) Reduktion systematischer Risiken	70
c) Grenzen des Anreizes zur Wertsteigerung des gesamten Portfolios	70
aa) Begrenzte Internalisierung von Externalitäten	71
(1) Unvollständige Abbildung von Externalitäten im Portfolio	71

(2) Höhere Opportunitätskosten	72
(3) Begrenzte systematische Risiken	73
bb) Ausweicheffekte	74
cc) Allgemeine Bedenken	74
3. Ethische, moralische und altruistische Motive	75
4. Verhinderung staatlicher Regulierung	76
a) Bedeutung von Regulierungsrisiken für institutionelle Investoren	76
b) Anreiz zum ESG-Stewardship?	76
5. Marketing	78
6. Verhältnisse der Anreize zueinander	79
B. Bewertung	81
I. ESG-Stewardship als Unterfall des klassischen Stewardships	83
1. Portfoliogesellschaften	83
a) Agenturkosten	85
aa) Grundsätzlich Reduktion	87
bb) Ausnahmsweise Erhöhung	89
b) Effiziente Delegation von Entscheidungsbefugnissen	91
2. Anleger	94
3. Gesamtgesellschaft	95
4. Zwischenergebnis zum Unterfall des klassischen Stewardships	96
II. ESG-Stewardship als gesellschaftspolitisches Instrument	96
1. Portfoliogesellschaften	98
a) Widerspruch zum rechtsökonomischen Zweck des Aktionärsstimmrechts	98
aa) Grundlagen	99
bb) Anwendung	100
b) Verstärkung horizontaler Agenturkonflikte	101
2. Anleger	103
a) Unmittelbarer finanzieller Nachteil	103
aa) Wertsteigerung des Portfolios?	103
bb) Nicht-finanzielle Präferenzen?	104
b) Erhöhung der Agenturkosten	105
3. Gesamtgesellschaft	105
a) Antwort auf Staatsversagen?	107
b) Problem 1: Ausweicheffekte	109
aa) Begrenzter Einfluss institutioneller Investoren	110
bb) Folgen des begrenzten Einflusses	111
(1) <i>Brownspinning</i>	111
(2) Emissionszertifikatshandel	113

(3) Verpuffen positiver Effekte unter Wettbewerbsbedingungen	113
cc) Denkbare Gegenargumente	115
(1) Kein perfekter Wettbewerb	115
(2) Mittelbare Effekte auf weitere Unternehmen	117
(3) Koordinierung mit weiteren Maßnahmen	117
(4) Porter-Hypothese	119
(5) Übertragendes gesellschaftspolitisches Ziel	120
c) Problem 2: Gesellschaftspolitische Abwägungsentscheidungen	121
aa) Problematische Machtkonzentration bei institutionellen Investoren	122
bb) Denkbare Gegenargumente	124
(1) Typische Abwägungsentscheidungen	124
(2) Mögliches Einschreiten staatlicher Stellen	125
d) Problem 3: Ablenkung von öffentlich-rechtlicher Regulierung	126
aa) Plausibilität des Ablenkungseffekts	127
bb) Denkbare Gegenargumente	129
(1) Soziale Akzeptanz	129
(2) „Success through Failure“	130
(3) Einfluss auf Lobbyismus	132
(4) Unrealistische Alternativen	133
4. Zwischenergebnis zum gesellschaftspolitischen Instrument	135
III. Differenzierte Bewertung des ESG-Stewardships	135
1. Differenzierung nicht möglich?	136
2. Differenzierung nicht sinnvoll?	137
3. Differenzierung zu pauschal?	138
4. Differenzierung nicht quantifiziert?	139
C. Zusammenfassung und Relevanz für die Forschungsfragen	141
 <i>Kapitel 3: Rechtstatsächliche Untersuchung</i>	147
A. Stewardship-Berichte	148
I. Daten und Vorverarbeitung	150
II. Häufigkeit der Verwendung des Begriffs ESG	152
III. Sprachlicher Kontext des Begriffs ESG	154
B. Fälle des ESG-Stewardships	157
I. Überblick	158
1. Jana Partners und CalSTRS/Apple	158
2. Engine No. 1/ExxonMobil	158
3. Icahn/McDonald's	159
4. Enkraft/RWE	160

5. Investorengruppe/VW.....	161
II. Firmenspezifisches und marktweites ESG-Stewardship.....	161
III. Akteure.....	162
1. Aktivistische Aktionäre.....	162
2. Große institutionelle Investoren.....	164
IV. Vorgehensweise und Ziele.....	166
1. Informelle und formelle Instrumente.....	166
2. Begründung der Kampagnen.....	168
a) Zielsetzung.....	168
b) Begründungsmuster.....	170
3. Erfolg und Scheitern.....	170
V. Folgen.....	172
1. Finanzielle Folgen.....	172
2. Nachhaltigkeitsbezogene Folgen.....	172
C. Empirische Studien.....	174
I. Abstimmungsverhalten in Bezug auf ESG-Belange.....	175
II. Finanzielle Folgen des ESG-Stewardships.....	181
III. Nachhaltigkeitsbezogene Folgen des ESG-Stewardships.....	184
D. Zusammenfassung und Relevanz für die Forschungsfragen.....	189
 <i>Kapitel 4: Rechtsdogmatische Untersuchung</i>	 193
A. Instrumente.....	196
I. Informelle Instrumente.....	196
1. Individuelle Kommunikation mit der Unternehmensleitung.....	197
2. Öffentlichkeitswirksame Maßnahmen.....	201
II. Formelle Instrumente.....	203
1. In der Hauptversammlung.....	203
a) Stimmrecht, §§ 12 Satz 1, 133 ff. AktG.....	203
aa) Allgemeine Kompetenz der Hauptversammlung für ESG-Belange.....	205
(1) Ausdrückliche Kompetenz.....	206
(2) Ungeschriebene Kompetenz.....	207
bb) Beschlussgegenstände mit Bezug zu ESG-Belangen.....	212
(1) Bestellung von Aufsichtsratsmitgliedern, § 119 Abs. 1 Nr. 1 AktG.....	212
(2) Satzungsänderungen, §§ 119 Abs. 1 Nr. 6, 179 Abs. 1 Satz 1 AktG.....	215
(a) Gesellschaftszweck.....	215
(b) Unternehmensgegenstand, § 23 Abs. 3 Nr. 2 AktG....	216

(c) CSR-Klauseln	217
(d) Gewinnverwendungsklauseln, § 58 Abs. 3 Satz 2 AktG	218
(e) Zustimmungsvorbehalt, § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG . . .	219
(3) Abspaltung, §§ 125 Abs. 1 Satz 1, 65 Abs. 1 Satz 1 UmwG	220
(4) Entlastungsbeschluss, §§ 119 Abs. 1 Nr. 4, 120 Abs. 1 Satz 1 AktG	220
(5) Vergütungsvotum, §§ 119 Abs. 1 Nr. 3, 120a AktG	221
(6) Vertrauensentzug, § 84 Abs. 4 Satz 2, 3. Fall AktG	222
(7) Beschluss auf Vorlage des Vorstands, § 119 Abs. 2 AktG .	223
cc) Zwischenergebnis zum Stimmrecht	225
b) Auskunftsrecht, § 131 Abs. 1 Satz 1 AktG	226
aa) Angelegenheiten der Gesellschaft	227
bb) Erforderlichkeit zur sachgemäßen Beurteilung	228
(1) Konkretisierung des Tatbestandsmerkmals	229
(2) Nachhaltigkeitsbezogene Auskunftsverlangen zur Entlastung	230
cc) Kein unerheblicher Nachteil, § 131 Abs. 3 Satz 1 Nr. 1 AktG	231
(1) Bezug auf Vor- und Nachteile für die Gesellschaft	232
(2) Berücksichtigung von Reputationsschäden	233
dd) Zwischenergebnis zum Auskunftsrecht	236
c) Rederecht	236
aa) Angelegenheiten der Gesellschaft	237
(1) Zulässigkeit politischer Redebeiträge?	237
(2) Kritische Würdigung	239
bb) Erforderlichkeit zur Beurteilung des Tagesordnungspunkts	241
cc) Zwischenergebnis zum Rederecht	242
d) Sonderprüfung, § 142 Abs. 1 Satz 1 AktG	242
2. Vor der Hauptversammlung	243
a) Einberufung der Hauptversammlung, § 122 Abs. 1 Satz 1 AktG .	243
b) Ergänzung der Tagesordnung, § 122 Abs. 2 AktG	244
aa) Verbindlicher Beschluss	244
bb) Meinungsbeschluss ohne Bindungswirkung	245
(1) Meinungsbeschlüsse zu Geschäftsführungsfragen?	246
(2) Kritische Würdigung	247
cc) Aussprache ohne Beschluss	251
dd) Zwischenergebnis zum Tagesordnungsergänzungs- verlangen	253
c) Gegenantragsrecht, § 126 Abs. 1 Satz 1 AktG	253
3. Nach der Hauptversammlung	254

a)	Nichtigkeit von Beschlüssen, §241 AktG	254
b)	Anfechtung von Beschlüssen, §243 Abs. 1 AktG	255
aa)	Entlastung	255
bb)	Spezielle Beschlussgegenstände	257
cc)	Zwischenergebnis zur Anfechtung von Beschlüssen	258
c)	Aktionärsklage, §148 AktG	259
d)	Gerichtliche Bestellung des Aufsichtsrats, §104 Abs. 1 Satz 1 AktG	260
III.	<i>Corporate Purpose</i> als Instrument des ESG-Stewardships	261
1.	Vorstellung des Konzepts	262
a)	Bedeutung für institutionelle Investoren	263
b)	Beispiele	264
c)	Kritik	264
2.	Rechtliche Bewertung von <i>Corporate Purpose</i> Klauseln	265
a)	Einordnung in die Kategorien des Aktienrechts	265
b)	Anforderungen an die Verankerung in der Satzung	267
c)	Rechtsfolgen	267
aa)	Außenverhältnis	268
bb)	Innenverhältnis	269
(1)	Legalitätspflicht	269
(2)	Sorgfaltspflicht i.e.S.	270
3.	Rechtliche Bewertung von <i>Corporate Purpose</i> Statements	271
4.	Tauglichkeit als Instrument des ESG-Stewardships?	271
B.	Grenzen	272
I.	Aktienrechtliche Grenzen	273
1.	Eigenverantwortlichkeit des Vorstands, §76 Abs. 1 AktG	274
a)	Fundamentale Grenze des ESG-Stewardships?	275
b)	Grenzen im Einzelfall	276
aa)	Informelle Instrumente	277
bb)	Formelle Instrumente	277
cc)	Satzungsklauseln	278
(1)	Bereits besprochene Klauseln	279
(2)	Nachhaltigkeitsbezogene Berichtspflichten	280
2.	Überwachungskompetenz des Aufsichtsrats, §111 Abs. 1 AktG	283
a)	Fundamentale Grenze des ESG-Stewardships?	284
b)	Grenzen im Einzelfall	286
3.	Sorgfaltspflicht, §93 Abs. 1 Satz 1 AktG	287
a)	Formalziel der Aktiengesellschaft	287
aa)	Interessenmonistische Zielkonzeption	288
bb)	Interessenpluralistische Zielkonzeption	289
cc)	Kritische Würdigung	290

(1) Art. 14 Abs. 2 GG	290
(2) Art. 20a GG	291
(3) Einfluss der nicht-finanziellen Berichterstattung	292
(4) Einfluss der CSDDD	293
(5) Einfluss weiterer nachhaltigkeitsbezogener Regeln	294
(6) Auslegung des Aktienrechts	295
dd) Orientierung am Unternehmensinteresse im Weiteren	298
b) Anwendung	299
aa) ESG-Stewardship als Unterfall des klassischen Stewardships	299
bb) ESG-Stewardship als gesellschaftspolitisches Instrument...	300
c) Zwischenergebnis zur Sorgfaltspflicht	303
4. Verschwiegenheitspflicht, § 93 Abs. 1 Satz 3 AktG	303
a) Informationsweitergabe bei individueller Kommunikation	303
b) Auskunftsverlangen gem. § 131 Abs. 1 Satz 1 AktG	305
5. Gleichbehandlungsgebot, § 53a AktG	305
a) Bindung institutioneller Investoren an das Gleichbehandlungsgebot?	306
b) Anhörung einzelner institutioneller Investoren	307
c) Informationsweitergabe bei individueller Kommunikation	308
d) Umsetzung nachhaltigkeitsbezogener Forderungen	309
aa) ESG-Stewardship als Unterfall des klassischen Stewardships	309
bb) ESG-Stewardship als gesellschaftspolitisches Instrument...	310
e) Zwischenergebnis zum Gleichbehandlungsgebot	311
6. Mitgliedschaftliche Treuepflichten	312
a) Maßstababildung	313
aa) Übertragung des Unternehmensinteresses	315
bb) Geringerer Spielraum der Aktionäre?	316
cc) Weitergehender Spielraum der Aktionäre?	317
b) Anwendung	318
aa) ESG-Stewardship als Unterfall des klassischen Stewardships	319
(1) Unzulässige Mittel bei informellen Instrumenten	319
(2) Rechtsmissbrauch bei formellen Instrumenten	320
bb) ESG-Stewardship als gesellschaftspolitisches Instrument...	321
(1) Unzulässige Ziele bei informellen Instrumenten	321
(2) Aufsichtsratswahl, § 101 Abs. 1 Satz 1 AktG	322
(3) Abspaltung, §§ 125 Abs. 1 Satz 1, 65 Abs. 1 Satz 1 UmwG	323
(4) Verweigerung der Entlastung, § 120 Abs. 1 Satz 1 AktG .	323
(5) Ausübung der Rechte in §§ 122 Abs. 1 und 2 AktG	324
c) Zwischenergebnis zu den mitgliedschaftlichen Treuepflichten ..	325
7. Schädigungsverbot, § 117 Abs. 1 AktG	325

II. Kapitalmarktrechtliche Grenzen	327
1. Interessenwahrungspflicht, §26 Abs. 1 KAGB	327
a) Konkretisierung des Anlegerinteresses	328
aa) Finanzielle Bestimmung des Anlegerinteresses	329
bb) Nicht-finanzielle Präferenzen der Anleger	330
cc) §§ 134aff. AktG	331
dd) Delegierte RL (EU) 2021/1270	331
b) Anwendung	332
aa) ESG-Stewardship als Unterfall des klassischen Stewardships	332
bb) ESG-Stewardship als gesellschaftspolitisches Instrument	333
c) Zwischenergebnis zur Interessenwahrungspflicht	334
2. <i>Acting in concert</i> , §34 Abs. 2 WpHG, §30 Abs. 2 WpÜG	334
a) Maßstabsbildung	335
aa) Abstimmung und Bezug zum Emittenten	335
bb) Einzelfallausnahme	336
b) Anwendung	338
aa) Allgemeine Diskussion von ESG-Belangen	339
bb) ESG-Initiativen	340
cc) Gemeinsame öffentliche Kampagnen	340
dd) Stellungnahmen auf der Hauptversammlung	341
ee) Gemeinsames Ergänzungsverlangen gem. §122 Abs. 2 AktG	341
ff) Umfassende Einwirkung auf die Portfoliogesellschaft	342
c) Zwischenergebnis zum <i>acting in concert</i>	342
3. Insiderrecht, Artt. 7ff. MAR	343
a) Nachhaltigkeitsbezogene Informationen als Insiderinformationen	343
b) Erwerb von Finanzinstrumenten, Artt. 14 lit. a), 8 Abs. 1 MAR	347
aa) Nutzung einer Insiderinformation	347
bb) Teleologische Reduktion	349
c) Offenlegung von Insiderinformationen, Artt. 14 lit. c), 10 Abs. 1 MAR	350
aa) Rechtfertigung durch Nachhaltigkeit?	351
bb) Rechtfertigung durch das Gesellschaftsinteresse	351
cc) Rechtfertigung durch das Unternehmensinteresse	352
d) Zwischenergebnis zum Insiderrecht	353
C. Pflichten	353
I. Transparenzpflichten, §§ 134aff. AktG	353
1. Anwendungsbereich	354
a) Persönlicher Anwendungsbereich	354
b) Räumlicher Anwendungsbereich	356

2. Inhalt der Pflichten	358
a) Mitwirkungspolitik, § 134b Abs. 1 AktG	358
b) Mitwirkungsbericht, § 134b Abs. 2 AktG	361
c) Abstimmungsverhalten, § 134b Abs. 3 AktG	362
d) Anlagestrategie, § 134c AktG	364
3. Rechtsdurchsetzung	365
a) <i>Public enforcement</i>	365
b) <i>Private enforcement</i>	366
4. Kritik	367
a) Konzept des ESG-Stewardships?	368
b) Zu enger räumlicher Anwendungsbereich	369
c) Keine Lösung des Anreizproblems	369
II. Mitgliedschaftliche Treuepflichten	372
III. Deutscher Corporate Governance Kodex	375
IV. § 94 Satz 3 KAGB	375
V. Interessenwahrungspflicht, § 26 Abs. 1 KAGB	378
1. Keine generelle Stimmpflicht	378
2. Ermessensreduzierung im Einzelfall	380
3. Lösung des Anreizproblems?	381
VI. Delegierte RL (EU) 2021/1270	381
D. Zusammenfassung und Beantwortung der ersten Forschungsfrage	383
 <i>Kapitel 5: Rechtspolitische Diskussion</i>	 391
A. Instrumente	394
I. <i>Shareholder Proposal Rule</i>	394
1. Vorstellung der US-amerikanischen <i>Shareholder Proposal Rule</i>	395
2. Kritische Würdigung	396
II. Verpflichtende <i>Corporate Purpose</i> Klausel	399
III. <i>Say on Climate</i>	400
1. Ausgestaltung	400
a) National oder europäisch	401
b) Kodex oder Gesetz	401
c) Aktionärsvorschlag oder regelmäßige Abstimmung	402
d) Enger oder weiter Beschlussgegenstand	402
e) Bindungswirkung oder keine Bindungswirkung	403
2. Argumente für ein <i>Say on Climate</i>	403
a) Gesellschaftsrecht und Nachhaltigkeit	404
b) Vereinbarkeit mit dem dualistischen Leitungssystem	404

c) Aktionärsdemokratie	405
d) Verbesserung des Aktionärsdialogs	406
e) Anpassung an internationale Standards	407
f) Portfoliointeresse institutioneller Investoren	407
3. Eigene Begründung für ein <i>Say on Climate</i>	409
a) <i>Say on Climate</i> und Agenturkosten	409
b) Effiziente Delegation von Entscheidungsbefugnissen	411
c) Ablenkungseffekt eines <i>Say on Climate</i> ?	412
4. Zwischenergebnis zum <i>Say on Climate</i>	413
B. Grenzen	413
I. Verbot des ESG-Stewardships	414
II. Abbau rechtlicher Grenzen des ESG-Stewardships	415
1. Fundamentale Grenzen	415
2. <i>Acting in concert</i>	416
3. Insiderrecht	417
III. Stärkere Berücksichtigung der ESG-Präferenzen der Anleger	419
1. <i>Pass-Through-Voting</i>	419
2. Pflicht zur Abfrage bei Anlegern	421
C. Pflichten	423
I. Modifizierung der §§ 134a ff. AktG	424
II. Stewardship Code	425
III. Harte Rechtspflicht zum ESG-Stewardship	427
D. Weitere Ansätze zur Lösung des Anreizproblems	429
I. Aufwendungsersatz durch Portfoliogesellschaften	429
II. Verpflichtende Erhöhung der Abgaben für ESG-Stewardship	431
III. Dividende für die Teilnahme an der Hauptversammlung	432
IV. Dividende für die Ausübung des Stimmrechts	433
V. Dividende unter Mitwirkung des Aufsichtsrats	435
1. Ausgestaltung	436
a) Bedeutung des Aufsichtsrats	436
b) Institutionelle Investoren oder alle Aktionäre	436
c) Börsennotierte Aktiengesellschaften	437
d) Kriterien für die Bestimmung der Dividende	437
e) Ranking der institutionellen Investoren	438
f) Obligatorisch oder fakultativ	438
g) Zwischenergebnis zur Ausgestaltung	438
2. Vorteile einer Dividende unter Mitwirkung des Aufsichtsrats	439
a) Adressierung der Gründe für das Anreizproblem	439
b) Aktivierung der Anleger institutioneller Investoren	440

c) Filter zwischen den zwei Konzepten des ESG-Stewardships	440
3. Denkbare Gegenargumente	441
a) Uninformierte Stimmabgabe?	441
b) Verzerrung des Markts für institutionelle Investoren?	441
c) Keine Wirkung in Krisenzeiten?	442
d) Interessenkonflikte des Aufsichtsrats?	443
e) Zu kompliziertes Verfahren?	444
4. Zwischenergebnis zur Dividende unter Mitwirkung des Aufsichtsrats	444
E. Zusammenfassung und Beantwortung der zweiten Forschungsfrage	445
<i>Schluss</i>	449
Anhang: Skript RStudio	455
Rechtsprechungsübersicht	459
Literaturverzeichnis	463
Presseverzeichnis	515
Stichwortverzeichnis	519

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Anzahl der Token vor und nach der Vorverarbeitung	151
Tabelle 2: Relative Auftretenshäufigkeiten des Tokens „esg“ (je 1.000 Token), differenziert nach institutionellen Investoren und nach Jahren	153
Tabelle 3: Studien zum auf ESG-Belange bezogenen Abstimmungsverhalten	179
Tabelle 4: Studien zu finanziellen Folgen des ESG-Stewardships	183
Tabelle 5: Studien zu nachhaltigkeitsbezogenen Folgen des ESG-Stewardships	188

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Relative Auftretenshäufigkeiten der 20 am häufigsten verwendeten Token über alle Stewardship-Berichte hinweg (je 1.000 Token).....	152
Abbildung 2: Absolute Auftretenshäufigkeiten der 20 am häufigsten verwendeten Token in einem Fenster von zwei Token vor und zwei Token nach dem Token „esg“ über alle Stewardship-Berichte hinweg.....	155

Abkürzungsverzeichnis

a. A.	andere Ansicht
Abb.	Abbildung
ABL.	Amtsblatt
Abs.	Absatz/Absätze
Acad. Manag. Rev.	Academy of Management Review
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
Adidas	Adidas AG
Admin. Sci. Q.	Administrative Science Quarterly
a. F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft/Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)/ Amtsgericht
AIF	Alternative Investmentfonds
AktG	Aktiengesetz
Allianz	Allianz SE
a. M.	am Main
Am. Econ. J. Econ. Pol'y	American Economic Journal: Economic Policy
Am. Econ. Rev.	American Economic Review
Am. J. Comp. L.	The American Journal of Comparative Law
Am. Polit. Sci. Rev.	American Political Science Review
Am. U. Bus. L. Rev.	American University Business Law Review
Amundi	Amundi S. A.
Anh.	Anhang
Ann. Corp. Gov.	Annals of Corporate Governance
Antitrust L. J.	Antitrust Law Journal
Apple	Apple Inc.
AR	Der Aufsichtsrat (Zeitschrift)
Ariz. L. Rev.	Arizona Law Review
Art./Artt.	Artikel
ARUG II	Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechtericht- linie
ASOS	ASOS plc
Associated British Foods	Associated British Foods plc
Aufl.	Auflage
Az.	Aktenzeichen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BauGB	Baugesetzbuch
BayObLG	Bayerisches Oberstes Landesgericht
BayObLGZ	Entscheidungen des Bayerischen Obersten Landesgerichts in Zivilsachen
BB	Betriebs-Berater
Bd.	Band
BeckOGK-AktG	beck-online.GROSSKOMMENTAR zum Aktienrecht

BeckOK-GG	Beck'scher Online-Kommentar Grundgesetz
BeckOK-WpHR	Beck'scher Online-Kommentar Wertpapierhandelsrecht
BeckRS	Beck-Rechtsprechung
Begr.	Begründung
Beil.	Beilage
Berkeley Bus. L. J.	Berkeley Business Law Journal
Beschl.	Beschluss
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHSt	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Strafsachen
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BKR	Zeitschrift für Bank und Kapitalmarktrecht
BlackRock	BlackRock Inc.
BP	BP plc
Brook. J. Corp. Fin. & Com. L.	Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law
Brook. J. Int'l. L.	Brooklyn Journal of International Law
Brook. L. Rev.	Brooklyn Law Review
BT-Drs.	Bundestagsdrucksache
B. U. L. Rev.	Boston University Law Review
Bus. Horiz.	Business Horizons
Bus. Law.	The Business Lawyer (Zeitschrift)
Bus. & Society	Business & Society (Zeitschrift)
Bus. Strat. Env.	Business Strategy and the Environment (Zeitschrift)
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungssammlung des Bundesverfassungsgerichts
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management
BYU L. Rev.	Brigham Young University Law Review
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
Cal. Mgmt. Rev.	California Management Review
CalSTRS	California State Teachers' Retirement System
Capital Group Companies	The Capital Group Companies, Inc.
Case West. Res. L. Rev.	Case Western Reserve Law Review
CDP	Carbon Disclosure Project
CEO	Chief Executive Officer
CESR	Committee of European Securities Regulators
CF	Corporate Finance (Zeitschrift)
CFR	Code of Federal Regulations
Charles Schwab	The Charles Schwab Corporation
CMLJ	Capital Markets Law Journal
CMLR	Common Market Law Review
CO ₂	Kohlenstoffdioxid
Colum. Bus. L. Rev.	Columbia Business Law Review
Colum. J. Eur. L.	Columbia Journal of European Law
Colum. L. Rev.	Columbia Law Review
Compet. Change	Competition and Change (Zeitschrift)
Cornell L. Rev.	Cornell Law Review
Corp. Gov.: Int. Rev.	Corporate Governance: An International Review (Zeit- schrift)

Corp. Soc. Responsib. Environ. Mgmt.	Corporate Social Responsibility and Environmental Management
CRISA	Code for Responsible Investing in South Africa
CSDDD	Corporate Sustainability Due Diligence Directive
CSDDD-E	Corporate Sustainability Due Diligence Directive-Entwurf
CSR	Corporate Social Responsibility
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
Del. J. Corp. L.	Delaware Journal of Corporate Law
Der Staat	Der Staat: Zeitschrift für Staatslehre und Verfassungsgeschichte, deutsches und europäisches öffentliches Recht
Deutsche Asset Management	Deutsche Asset Management Investment GmbH
Deutsche Bank	Deutsche Bank AG
DGCL	Delaware General Corporation Law
d. h.	das heißt
Dimensional Fund Advisors	Dimensional Fund Advisors LP
DIRK	DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e. V.
Diss.	Dissertation
DJT	Deutscher Juristentag
Dreyfus	Dreyfus Corporation
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
Duke L. J.	Duke Law Journal
DW	Deutsche Welle
DWS	DWS Group GmbH & Co. KGaA
DZWIR	Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht
EBOR	European Business Organization Law Review
ECCL	European Company Case Law (Zeitschrift)
ECFR	European Company and Financial Law Review
ECGI	European Corporate Governance Institute
ECMH	Efficient Capital Markets Hypothesis
Ecol. Econ.	Ecological Economics (Zeitschrift)
Ecol. Soc.	Ecology & Society (Zeitschrift)
Econ. J.	The Economic Journal
Econ. Pol’y	Economic Policy (Zeitschrift)
Econ. Soc.	Economy and Society (Zeitschrift)
EG	Europäische Gemeinschaften
Einl.	Einleitung
EL	Ergänzungslieferung
Energy Econ.	Energy Economics (Zeitschrift)
Engine No. 1	Engine No. 1 LP
Enkraft	Enkraft Capital GmbH
E.ON	E.ON SE
ERISA	Employee Retirement Income Security Act
ESG	Environment Social Governance
ESGZ	Fachzeitschrift für Nachhaltigkeit und Recht
ESMA	European Securities and Markets Authority
et al.	et alia
etc.	et cetera
ETF	Exchange Traded Fund

EU	Europäische Union
EuGH	Europäische Gerichtshof
Eur. Bus. L. Rev.	European Business Law Review
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
ExxonMobil	Exxon Mobil Corporation
f./ff.	folgende
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
Fin. Innov.	Financial Innovation (Zeitschrift)
Fin. Man.	Financial Management (Zeitschrift)
Financ. Anal. J.	Financial Analysts Journal
FISG	Gesetz zur Stärkung der Finanzmarktintegrität
Fn.	Fußnote
Fordham L. Rev.	Fordham Law Review
FRC	Financial Reporting Circle
FS	Festschrift
gem.	gemäß
Geo. L. J.	Georgetown Law Journal
Geo. J. L. & Pub. Pol’y	The Georgetown Journal of Law & Public Policy
GesR	Gesellschaftsrecht
GesRZ	Zeitschrift für Gesellschafts- und Unternehmensrecht
GG	Grundgesetz
GK-AktG	Großkommentar zum Aktiengesetz
Glass Lewis	Glass, Lewis & Co.
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
grds.	grundsätzlich
GS	Gedächtnisschrift
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
Harv. Bus. L. Rev.	Harvard Business Law Review
Harv. Bus. L. Rev. Online	Harvard Business Law Review Online
Harv. J. L. & Pub. Pol’y	Harvard Journal of Law & Public Policy
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review
Harv. L. Sch. F. on Corp. Gov. & Fin. Reg.	Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation
Hast. L. J.	Hastings Law Journal
Hdb.	Handbuch
Heidelberg Materials	Heidelberg Materials AG
Henkel	Henkel AG & CO. KGaA
HGB	Handelsgesetzbuch
Hilcorp	Hilcorp Alaska LLC
HK-KapMStrafR	Handkommentar Kapitalmarktstrafrecht
hM	herrschende(n) Meinung
H&M	Hennes & Mauritz AB
Hofstra L. Rev.	Hofstra Law Review
Hrsg.	Herausgeber
Hs.	Halbsatz
ieS	im engeren Sinne
iHv	in Höhe von

Inc.	Incorporated
Inditex	Industria de Diseño Textil S. A.
Ind. L. J.	Indiana Law Journal
insbes.	insbesondere
Int. Rev. L. & Econ.	International Review of Law and Economics
InvG	Investmentgesetz
Iowa L. Rev.	Iowa Law Review
IPCC	Intergovernmental Panel on Climate Change
IRZ	Zeitschrift für Internationale Rechnungslegung
ISC	Institutional Shareholders' Committee
iSd	im Sinne des
ISS	Institutional Shareholder Services Inc.
iSv	im Sinne von
iVm	in Verbindung mit
J.	Journal
J. Appl. Corp. Fin.	Journal of Applied Corporate Finance
J. Bank. & Fin.	Journal of Banking & Finance
J. Bus. Ethics	Journal of Business Ethics
J. Clean. Prod.	Journal of Cleaner Production
J. Clim.	Journal of Climate
J. Corp. Fin.	Journal of Corporate Finance
J. Corp. L.	The Journal of Corporation Law
J. Corp. L. Stud.	Journal of Corporate Law Studies
J. Econ. Lit.	Journal of Economic Literature
J. Econ. Persp.	Journal of Economic Perspectives
JESG	The Journal of Impact & ESG Investing
J. Fin.	Journal of Finance
J. Fin. Econ.	Journal of Financial Economics
J. Fin. Intermediation	Journal of Financial Intermediation
J. Fin. Quant. Anal.	Journal of Financial and Quantitative Analysis
JITE	Journal of Institutional and Theoretical Economics
J. Leg. Anal.	Journal of Legal Analysis
J. L. & Econ.	The Journal of Law and Economics
J. Leg. Stud.	The Journal of Legal Studies
J. L. Fin. & Acct.	Journal of Law, Finance, and Accounting
J. Mgmt. Gov.	Journal of Management and Governance
J. of World Energy Law & Bus.	The Journal of World Energy Law & Business
J. Pol. Econ.	Journal of Political Economy
JW	Juristische Wochenschrift
JZ	Juristenzeitung
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
Kap.	Kapitel
KapitalanlageR	Kapitalanlagegesetz
KAVerOV	Verordnung zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsregeln nach dem Kapitalanlagegesetzbuch
KG	Kammergericht
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KK-AktG	Kölner Kommentar zum Aktiengesetz
KK-WpHG	Kölner Kommentar zum WpHG
KlimaRZ	Zeitschrift für materielles und prozessuales Klimarecht
KMRK	Kapitalmarktrechts-Kommentar

KWG	Kreditwesengesetz
LG	Landgericht
lit.	litera
LKSG	Lieferkettensorgfaltspflichtgesetz
L. Rev.	Law Review
M.	Main
M&A	Mergers and Acquisitions
Manage. Sci.	Management Science (Zeitschrift)
MAR	Market Abuse Regulation (Marktmissbrauchsverordnung)
McDonald's	McDonald's Corporation
Md. L. Rev.	Maryland Law Review
Mich. L. Rev.	Michigan Law Review
MiFID II	Markets in Financial Instruments Directive II (Zweite Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente)
MitbestG	Mitbestimmungsgesetz
Mod. L. Rev.	Modern Law Review
MSCI	MSCI Inc.
MüKo-AktG	Münchener Kommentar zum Aktiengesetz
MüKo-GmbHG	Münchener Kommentar zum Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
MüKo-StGB	Münchener Kommentar zum Strafgesetzbuch
mwN	mit weiteren Nachweisen
Nat. Clim. Change	Nature Climate Change (Zeitschrift)
Nature	Nature: The international journal of science
N. C. L. Rev.	North Carolina Law Review
n. F.	neue Fassung
NGO	Non-Governmental Organisation
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
N. N.	Nomen nominandum
Northern Trust	Northern Trust Corporation
Nr.	Nummer
NV	Naamloze Vennootschap (Niederländische Aktiengesellschaft)
Nw. U. L. Rev.	Northwestern University Law Review
N. Y. U. J. L. & Bus.	NYU Journal of Law & Business
N. Y. U. L. Rev.	New York University Law Review
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZM	Neue Zeitschrift für Miet- und Wohnungsrecht
OECD	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
OGAW	Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
Ohio St. Bus. L. J.	Ohio State Business Law Journal
Ohio St. L. J.	Ohio State Law Journal
OLG	Oberlandesgericht
Org. Sci.	Organization Science
OWiG	Gesetz über Ordnungswidrigkeiten
Oxford J. L. Stud.	Oxford Journal of Legal Studies
Oxf. Rev. Econ. Policy	Oxford Review of Economic Policy
PDF	Portable Document Format

PEMEX	Petróleos Mexicanos
Pepp. L. Rev.	Pepperdine Law Review
plc	Public Limited Company
PNAS	Proceedings of the National Academy of Sciences (Zeitschrift)
Primark	Primark Stores Limited
Program	Program: electronic library and information systems (Zeitschrift)
Psych. Sci.	Psychological Science (Zeitschrift)
Putnam	Putnam Investments, LLC
Q.J. Econ.	The Quarterly Journal of Economics
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
RefE	Referentenentwurf
RegE	Regierungsentwurf
Rev. Acct. Stud.	Review of Accounting Studies
Rev. Corp. Fin. Stud.	The Review of Corporate Finance Studies
Rev. Econ. Stud.	The Review of Economic Studies
Rev. Env. Econ. & Pol'y	Review of Environmental Economics and Policy
Rev. Fin.	Review of Finance
Rev. Fin. Econ.	Review of Financial Economics
Rev. Fin. Stud.	The Review of Financial Studies
RG	Reichsgericht
RGZ	Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen
Riv. Soc.	Rivista delle società (Zeitschrift)
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
Rs.	Rechtssache
RWE	RWE AG
S.	Seite(n)
s.	siehe
San Diego L. Rev.	San Diego Law Review
Sci.	Science (Zeitschrift)
Sci. Am.	Scientific American (Zeitschrift)
SE	Societas Europaea
Seattle U. L. Rev.	Seattle University Law Review
SEC	United States Securities and Exchange Commission
SFDR	Sustainable Finance Disclosure Regulation
Shell	Shell plc
SJZ	Schweizerische Juristen-Zeitung
s. o.	siehe oben
sog.	sogenannte/sogenannten/sogenannter
South. Cal. L. Rev.	Southern California Law Review
ss.	sections
SSRN	Social Science Research Network
Stan. J. L. Bus. & Fin.	Stanford Journal of Law, Business & Finance
Stan. L. Rev.	Stanford Law Review
Stan. L. Rev. Online	Stanford Law Review Online
StateStreet	State Street Corporation
s. u.	siehe unten
sub.	unter

XXX

Abkürzungsverzeichnis

TAZ	Die Tageszeitung (Zeitung)
Tex. L. Rev.	Texas Law Review
Theo. Inqu. L.	Theoretical Inquiries in Law (Zeitschrift)
u. a.	unter anderem
UAbs.	Unterabsatz
UC Dav. L. Rev.	UC Davis Law Review
U. Chi. Bus. L. Rev.	The University of Chicago Business Law Review
U. Chi. L. Rev.	University of Chicago Law Review
U. Cin. L. Rev.	University of Cincinnati Law Review
UCLA L. Rev.	UCLA Law Review
U. Ill. L. Rev.	University of Illinois Law Review
UK	United Kingdom (Großbritannien)
UMAG	Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts
UmwG	Umwandlungsgesetz
UNPRI	United Nations Principles for Responsible Investment
U. Pa. J. Bus. L.	University of Pennsylvania Journal of Business Law
U. Pa. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
U. Pa. L. Rev. Online	University of Pennsylvania Law Review Online
Urt.	Urteil
USA	United States of America (Vereinigte Staaten von Amerika)
v.	versus/vom/von
Va. L. & Bus. Rev.	Virginia Law & Business Review
Va. L. Rev.	Virginia Law Review
Vand. L. Rev.	Vanderbilt Law Review
Vanguard	Vanguard Group
vgl.	vergleiche
VGR	Gesellschaftsrechtliche Vereinigung
VO	Verordnung
Vol.	Volume
Vonovia	Vonovia SE
Vorb.	Vorbemerkungen
Vorlagebeschl.	Vorlagebeschluss
VW	Volkswagen AG
VwVfG	Verwaltungsverfahrensgesetz
Wake Forest L. Rev.	Wake Forest Law Review
Wash. & Lee L. Rev.	Washington and Lee Law Review
Wash. L. Rev.	Washington Law Review
Wash. U. L. Rev.	Washington University Law Review
WiR	Studiengesellschaft für Wirtschaft und Recht
Wis. L. Rev.	Wisconsin Law Review
WM	Wertpapiermitteilungen
Wm. & Mary L. Rev.	William & Mary Law Review
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpIG	Wertpapierinstitutsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WuB	Entscheidungsanmerkungen zum Wirtschafts- und Bank- recht
Yale J. on Reg.	Yale Journal on Regulation

Yale J. on Reg. Online Bulletin	Yale Journal on Regulation Online Bulletin
Yale L.J.	Yale Law Journal
Yale L. & Pol'y Rev.	Yale Law & Policy Review
Zara	Zara SA
zB	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZCG	Zeitschrift für Corporate Governance
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZfDR	Zeitschrift für Digitalisierung und Recht
ZfPW	Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
zit.	zitiert
ZVglRWiss	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft
ZWH	Zeitschrift für Wirtschaftsstrafrecht und Haftung im Unternehmen
ZZP	Zeitschrift für Zivilprozess

Einleitung

A. Der Klimawandel und das Privat- und Wirtschaftsrecht

Ein Molekül Kohlenstoffdioxid besteht aus einem Atom Kohlenstoff und zwei Atomen Sauerstoff.¹ CO₂ ist ein unbrennbares, farbloses und geruchloses Gas. Es entsteht bei der Zellatmung von Lebewesen und bei der Verbrennung von Brennstoffen. Für den menschlichen Körper ist CO₂ grundsätzlich harmlos. Dennoch ist das durch menschliches Verhalten ausgestoßene CO₂ ein Problem. Denn CO₂ und weitere Treibhausgase bewirken, dass die Wärme in der Erdatmosphäre nicht mehr ins Weltall entweichen kann.² Dadurch erhitzt sich die Erde und es kommt zum anthropogenen Klimawandel. Wie ernst das Problem des Klimawandels ist, wird deutlich, wenn man sich mit dem Bericht des *Intergovernmental Panel on Climate Change* aus dem Jahr 2022 auseinandersetzt.³ Zwischen 2010 und 2019 war der Ausstoß von Treibhausgasen so hoch wie in keinem Jahrzehnt zuvor. Der Ausstoß von CO₂ wird zudem nicht weniger, sondern steigt kontinuierlich. Die Folgen des anthropogenen Klimawandels sind bereits heute spürbar und verheerend. Die Erderwärmung führt zu einem Anstieg des Meeresspiegels, Dürre- und Hitzeperioden, Hochwassern, Stürmen und Überschwemmungen. CO₂ und weitere Treibhausgase bedrohen damit die Grundlagen menschlichen Lebens in vielen Erdregionen. Ohne zu übertreiben, lässt sich der anthropogene Klimawandel als eines der größten Probleme unserer Zeit bezeichnen.

Wie sollte der Klimawandel am besten bekämpft werden? Die traditionelle Antwort auf diese Frage lautet: Die Bekämpfung des Klimawandels ist nicht Aufgabe des Privat- und Wirtschaftsrechts, sondern des öffentlichen Rechts. Um den Klimawandel zu bekämpfen, sollte der Staat öffentlich-rechtliche

¹ Zu dieser und den folgenden chemischen Ausführungen *Oelkers*, Kohlendioxid, in: Böckler et al. (Hrsg.), Römpp Online, April 2025, <https://roempp.thieme.de/lexicon/RD-11-01458>.

² Für einen aktuellen Überblick zu den naturwissenschaftlichen Grundlagen des Klimawandels *Haustein et al.*, 32 J. Clim. 4893 (2019); vgl. auch die Übersicht zu den Treibhausgas-Emissionen in Deutschland unter <https://www.umweltbundesamt.de/daten/klima/treibhausgas-emissionen-in-deutschland>.

³ IPCC, Climate Change 2022: Mitigation of Climate Change, 2022, insbes. S. 6ff., 215ff., 295ff., https://www.ipcc.ch/report/ar6/wg3/downloads/report/IPCC_AR6_WGIII_FullReport.pdf.

Maßnahmen ergreifen, beispielsweise in Form von Verboten, Steuern, Grenzwerten oder die Schaffung eines Emissionszertifikatshandels.⁴ Diese durch staatliche Sanktionsandrohungen bewährten Maßnahmen sollen Unternehmen dazu anhalten, weniger umweltschädliche Treibhausgase auszustoßen.

Bei genauerer Betrachtung führt die Bekämpfung des anthropogenen Klimawandels durch öffentlich-rechtliche Steuerungsmechanismen jedoch zu Schwierigkeiten. Denn der Klimawandel ist ein Anwendungsfall der Tragödie der Allmende.⁵ Das globale Klima stellt ein kollektives Gut aller Menschen dar, sodass die Zurückhaltung einzelner Staaten den Klimawandel nicht effektiv bekämpfen kann. Selbst wenn Deutschland ein radikales Verbot von CO₂-Emissionen verabschieden würde, wäre das Problem des anthropogenen Klimawandels nicht gelöst. Chinesische, französische und US-amerikanische Unternehmen würden weiter ungestört CO₂ emittieren. Um den Klimawandel mit den Mitteln des öffentlichen Rechts effektiv zu bekämpfen, bedarf es daher des koordinierten Handelns aller Staaten, beispielsweise indem sie vertragliche Vereinbarungen schließen oder bindende Regeln auf globaler Ebene schaffen.⁶ Für die Annahme, dass ein derartiges weltweites kollektives Zusammenwirken nicht einfach realisierbar ist, findet sich zumindest anekdotische Evidenz. So weigern sich etwa regelmäßig einzelne Staaten, die durch das Pariser Klimaabkommen⁷ aufgestellten Vorgaben zu erfüllen.⁸ Auch wenn diese Arbeit keine ausführliche Evaluation der öffentlich-rechtlichen Mittel zur Bekämpfung des Klimawandels leisten kann und will, lässt sich vorsichtig festhalten, dass die Bekämpfung des Klimawandels mittels öffentlich-rechtlicher Steuerungsmechanismen große Herausforderungen bereithält.

⁴ Für einen Überblick zu diesen umweltpolitischen Maßnahmen *Aden*, *Umweltpolitik*, 2012, S. 79, 82; *Edenhofer/Jakob*, *Klimapolitik: Ziele, Konflikte, Lösungen*, 2. Aufl. 2019, S. 70ff.; *Hackett*, *Environmental and Natural Resources Economics*, 4. Aufl. 2011, S. 274ff.; *Rodi*, *Ökonomische Analyse des Öffentlichen Rechts*, 2014, S. 258ff.; knapp *Schön*, *ZfPW* 2022, 207, 222f.; vgl. auch Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, *Aufbruch zu einer neuen Klimapolitik*, 2019, S. 58ff.; grundlegend zu verhaltensanreizenden Steuern *Pigou*, *The Economics of Welfare*, 4. Aufl. 1932.

⁵ Zum Klimawandel als Anwendungsfall der Tragödie der Allmende *Nordhaus*, *Managing the Global Commons*, 1994, S. 3ff.; *E. Posner/Weisbach*, *Climate Change Justice*, 2010, S. 42ff.; lesenswert zudem *Nordhaus*, 109 *Am. Econ. Rev.* 1991 (2019); in der deutschen rechtswissenschaftlichen Literatur *Wagner*, *NJW* 2021, 2256, 2257; allgemein zur Tragödie der Allmende *Hardin*, 162 *Sci.* 1243 (1968).

⁶ *Hackett*, *Environmental and Natural Resources Economics*, 4. Aufl. 2011, S. 278ff.; *E. Posner/Weisbach*, *Climate Change Justice*, S. 5f., 29ff.; *Tirole*, *Economics for the Common Good*, 2017, S. 216ff.; *Wagner*, *NJW* 2021, 2256, 2258; vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, *Aufbruch zu einer neuen Klimapolitik*, 2019, 15ff.

⁷ Abrufbar unter https://www.bmuv.de/fileadmin/Daten_BMU/Download_PDF/Klimaschutz/paris_abkommen_bf.pdf; ausführlich zum Pariser Klimaabkommen aus juristischer Sicht *Bischof*, *Das Pariser Klimaschutzabkommen*, 2022.

⁸ Vgl. nur *Kuebler*, *Fünf Jahre Pariser Klimaabkommen – eine Bilanz*, *DW* (11. Dezember 2020).

Vor diesem Hintergrund lohnt der Blick weg vom Staat hin zu den Privaten. Können private Akteure mit den Mitteln des Privat- und Wirtschaftsrechts den Klimawandel möglicherweise besser als einzelne Staaten bekämpfen?⁹ Können sie möglicherweise auch zur Bekämpfung weiterer gesamtgesellschaftlicher Probleme wie der Verletzung von Menschenrechten, der Geschlechterdiskriminierung oder der Missachtung des Tierwohls beitragen? Aktuell wird im Privat- und Wirtschaftsrecht eine ganze Reihe von Ansätzen diskutiert, nach denen Private zum gesellschaftspolitischen Ziel der Nachhaltigkeit beitragen könnten. *Klimakläger* verklagen Unternehmen mit hohen CO₂-Emissionen, damit diese die von ihnen verursachten Kosten des Klimawandels tragen.¹⁰ *Käufer* betrachten die unzureichende Nachhaltigkeit der Kaufsache als Sachmangel.¹¹ *Anleger* berücksichtigen bei Investmententscheidungen Nachhaltigkeitskriterien.¹² *Manager* behaupten, man müsse ihnen bei der Unternehmensführung nur genug Freiräume geben und Unternehmen werden zum Wohle aller handeln.¹³ Und schließlich findet sich unter den nachhaltigkeits-

⁹ Allgemein zur Inanspruchnahme des Gesellschaftsrechts für gesellschaftspolitische Zwecke in der deutschen rechtswissenschaftlichen Literatur *Mittwoch*, Nachhaltigkeit und Unternehmensrecht, 2022; *Bachmann*, ZHR 187 (2023), 166; *Fleischer*, DB 2022, 37; *Fleischer*, ZGR 2022, 466, 477 ff.; *Habersack*, Gutachten E zum 69. Deutschen Juristentag, 2012, S. E33 ff.; *Mittwoch*, in: Bayer et al. (Hrsg.), Nachhaltigkeitsrecht, 2023, S. 57; *Mittwoch/Wetenkamp/Bleier*, NJW 2022, 3601; *Seibert*, in: Vogt/Fleischer/Kalss (Hrsg.), Protagonisten im Gesellschaftsrecht, 2020, S. 169; *R. Weber*, FS Strenger, 2023, S. 547; *Weller/Benz*, ZGR 2022, 563; *Weller/Hößl/Seemann*, ZGR 2024, 180; speziell in Bezug auf den Deutschen Juristentag 2024 *Weller*, Gutachten F zum 74. Deutschen Juristentag, 2024; *Weller*, NJW-Beil. 2024, 58; kritisch dazu *Bachmann*, NJW 2024, 2734; *Fleischer*, DB 2024, 2410; *Harnos*, AG 2024, S28; *Kalss*, JZ 2024, 766; deutlich positiver *M. Roth*, NZG 2024, 1103; in Bezug auf das allgemeine Zivilrecht *Croon-Gestefeld*, Gemeininteressen im Privatrecht, 2022; *Hellgardt*, Regulierung und Privatrecht, 2016; *Schirmer*, Nachhaltiges Privatrecht, 2023; *Thönissen*, Subjektive Privatrechte und Normvollzug, 2022 (vor allem aus zivilprozessualer Perspektive); *Halfmeier*, AcP 216 (2016), 717; *Hellgardt/Jouannaud*, AcP 222 (2022), 163; *Neuner*, ZfPW 2024, 127; *Schirmer*, ZEuP 2021, 35; *Schweitzer*, AcP 220 (2020), 544.

¹⁰ Große Aufmerksamkeit erlangte dabei der Fall des peruanischen Landwirts Saúl Luciano Lliuya, der derzeit RWE wegen seines Beitrags zum Klimawandel verklagt; Informationen und die Gerichtsdokumente finden sich unter <https://rwe.climatecase.org/rechtliches>; zu diesem Fall ausführlich *Wagner*, Klimahaftung, 2020; *Kieninger*, ZHR 187 (2023), 348; *Wagner/Arntz*, in: Kahl/Weller (Hrsg.), Climate Change Litigation, 2021, S. 405; zur Frage der Kausalität *Schirmer*, JZ 2021, 1099; jüngst monographisch *Simon*, Klimahaftung von Unternehmen, 2024; *Tran*, Grenzüberschreitende Klimaklagen, 2024.

¹¹ *Beck*, NJW 2022, 3313; *Croon-Gestefeld*, NJW 2022, 497; *Gsell*, ZHR 187 (2023), 392; *Schirmer*, ZEuP 2021, 35, 43 ff.; zu unrichtigen CSR-Angaben *Asmussen*, Haftung für CSR, 2020; *Asmussen*, NJW 2017, 118; *Grunewald*, NJW 2021, 1777; zu Klimaschutz und Vertragsrecht *Hellgardt*, in: Hellwege/Wolff (Hrsg.), Klimakrisenrecht, 2024, S. 317.

¹² *Gietzelt*, Nachhaltiges Investment, 2019; *Bueren*, ZGR 2019, 813, 816 ff.; *Klöhm/Jochmann*, KlimaRZ 2022, 12, 13 f.; *Möllers*, ZHR 185 (2021), 881; zu Green Bonds *Coulmas*, Anlegerschutz bei Green Bonds, 2024.

¹³ Besonders medienwirksam war die Mitteilung des Business Roundtable Statement on the Purpose of the Corporation 2019; dazu in der deutschsprachigen Literatur etwa *Apfelbacher*, FS Krieger, 2020, S. 27; sehr optimistisch *Mittwoch*, Nachhaltigkeit und Un-

orientierten privaten Akteuren auch die im Mittelpunkt der vorliegenden Arbeit stehende Gruppe: *institutionelle Investoren*.

B. Institutionelle Investoren und ESG-Stewardship

Institutionelle Investoren haben als weltweit agierende Aktionäre börsennotierter Aktiengesellschaften eine gewaltige wirtschaftliche Bedeutung. Zu ihnen gehören beispielsweise Investmentfonds, Pensionsfonds, Banken, Versicherungen und Hedgefonds.¹⁴ BlackRock, der größte Vermögensverwalter der Welt, verwaltet ein Vermögen von über 10 Billionen US-Dollar.¹⁵ Auch in Deutschland verfügen institutionelle Investoren über einen bedeutenden Marktanteil. 56,8 Prozent der Anteile des DAX-40 werden von institutionellen Investoren gehalten.¹⁶ In zwölf der 40 DAX-40-Gesellschaften ist BlackRock der größte Aktionär.

Wie können institutionelle Investoren zum gesellschaftspolitischen Ziel der Nachhaltigkeit beitragen? Zwei Ansätze sind denkbar. Erstens könnten institutionelle Investoren die Aktien bestimmter Unternehmen aus ihren Portfolios ausschließen („Exit“).¹⁷ Dies könnte bewirken, dass die Kurse der ausgeschlossenen Unternehmen sinken, und so dem Management signalisieren, dass es nachhaltiger handeln soll. Ob diese Strategie tatsächlich wirkungsvoll ist, lässt sich insbesondere aus finanzökonomischen Gründen anzweifeln.¹⁸ Für die vorliegende Untersuchung bleibt diese Strategie im Folgenden unberücksichtigt. Stattdessen steht der zweite mögliche Ansatz im Mittelpunkt der vorliegenden Arbeit. Institutionelle Investoren könnten als Aktionäre im Sinne der Nachhaltigkeit auf die Unternehmensleitung ihrer Portfoliogesellschaften einwirken („Voice“). Sie könnten ihre Aktionärsrechte nachhaltigkeitsbezogen einsetzen und ihre Portfoliogesellschaften so zu einem mit der Umwelt und der

ternehmensrecht, 2022, S. 123 ff. (Shareholder Value als Hindernis der Nachhaltigkeit); kritisch hingegen *Bainbridge*, *The Profit Motive*, 2023, S. 105 ff., 125 ff.; *Bebchuk/Kastiel/Tallarita*, 77 *Bus. Law.* 731 (2022); *Bebchuk/Tallarita*, 106 *Cornell L. Rev.* 91 (2021); *Bebchuk/Tallarita*, 75 *Vand. L. Rev.* 1031 (2022); *Hannes/Libson/Parchomovsky*, 49 *BYU L. Rev.* 1137, 1158 ff. (2024). Zur Diskussion um die aktienrechtliche Zielkonzeption noch s. u. Kap. 4 B. I. 3. a).

¹⁴ Zum Begriff der institutionellen Investoren ausführlich s. u. Kap. 1 A. II. 1.

¹⁵ *Barbuscia*, BlackRock assets hit record \$11.6 trillion in fourth quarter, Reuters (15. Januar 2025).

¹⁶ Zur wirtschaftlichen Bedeutung institutioneller Investoren in Deutschland s. u. Kap. 2 A. I.

¹⁷ Die Terminologie „Exit“ und „Voice“ geht zurück auf *Hirschman*, *Exit, Voice, and Loyalty*, 1970.

¹⁸ Vgl. die Auswertung der empirischen Literatur s. u. Kap. 4 B. II. 3. a) mit Fn. 897; eine auf Nachhaltigkeit bezogene Kritik an der Exit-Strategie findet sich bereits bei *Keltsch*, *Aktionärsrechte und Nachhaltigkeit*, 2012, S. 65 f.; allgemein kritisch *Kalss*, *Anlegerinteressen*, 2001, S. 370 ff.

Gesamtgesellschaft verträglichen Verhalten bewegen. Ob dieser Ansatz Erfolg verspricht und mit welchen Vor- und Nachteilen er einhergeht, soll die vorliegende Untersuchung klären.

Das Stichwort für den Ansatz, nach dem sich institutionelle Investoren in ihren Portfoliogesellschaften für Nachhaltigkeitsbelange engagieren sollen, lautet ESG-Stewardship. Es greift den seit der Finanzkrise 2008 geläufigen Begriff Stewardship auf. Nach dem ursprünglichen Stewardship-Konzept sollen sich institutionelle Investoren aktiv in die Corporate Governance ihrer Portfoliogesellschaften einbringen und die Unternehmensleitung kontrollieren. Im Hinblick auf Nachhaltigkeitsaspekte wird der Begriff um die in der Investmentindustrie häufig genutzten ESG-Belange ergänzt. Dabei steht „E“ für *Environment* (Umwelt), „S“ für *Social* (Soziales) und „G“ für *Governance* (Unternehmensführung). Bei ESG-Stewardship geht es also darum, dass sich institutionelle Investoren in ihren Portfoliogesellschaften für die Belange Umwelt, Soziales und Unternehmensführung einsetzen sollen.

Institutionelle Investoren betreiben ESG-Stewardship in zunehmender und medienwirksamer Weise. *Larry Fink's* offener Brief „A Sense of Purpose“ aus dem Jahr 2018¹⁹ schlug besonders hohe Wellen.²⁰ In seinem Schreiben forderte der CEO von BlackRock ein grundsätzliches Umdenken in den Vorständen der Portfoliogesellschaften von BlackRock – von nun an solle der gesamtgesellschaftliche Nutzen der Unternehmen im Vordergrund stehen. *Larry Fink* veröffentlichte über mehrere Jahre²¹ Briefe mit Abhandlungen zu ähnlichen Themen – vom *Corporate Purpose* 2019²² über Umweltrisiken 2020²³ und die Bedeutung gesellschaftlich verantwortlicher Unternehmen in der Pandemie 2021²⁴ bis hin zum Stakeholder Capitalism 2022.²⁵ Die drei großen Indexfondsanbieter BlackRock, StateStreet und Vanguard setzen sich

¹⁹ *Fink*, A Sense of Purpose, Harv. L. Sch. F. on Corp. Gov. & Fin. Reg. (17. Januar 2018), <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/01/17/a-sense-of-purpose/>.

²⁰ Aus der US-amerikanischen Presse u. a. *Sorkin*, BlackRock's Message: Contribute to Society, or Risk Losing our Support, New York Times (15. Januar 2018); kritisch hinsichtlich der Umsetzbarkeit *Nocera*, It's hard for an Index-Fund Guy to Push Social Change, Bloomberg (17. Januar 2018); aus der deutschen Presse etwa *Höppner*, Verkehrte (Finanz-) Welt: Die Finanzwelt muss die Sinnfrage stellen, Wirtschaftswoche (6. März 2018).

²¹ Zu dem Abreißen der Veröffentlichung dieser Briefe und der möglichen Rückführung auf den ESG Backlash in den USA s. u. Kap. 2 A. II. 4. b).

²² *Fink*, Purpose & Profit, Harv. L. Sch. F. on Corp. Gov. & Fin. Reg. (13. Januar 2019), <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/01/23/purpose-profit/>.

²³ *Fink*, A Fundamental Reshaping of Finance, Harv. L. Sch. F. on Corp. Gov. & Fin. Reg. (16. Januar 2020), <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/01/16/a-fundamental-reshaping-of-finance/>.

²⁴ *Fink*, Letter to CEOs, Harv. L. Sch. F. on Corp. Gov. & Fin. Reg. (30. Januar 2021), <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/01/30/letter-to-ceos/>.

²⁵ *Fink*, Letter to CEOs, Harv. L. Sch. F. on Corp. Gov. & Fin. Reg. (19. Januar 2022), <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/01/19/letter-to-ceos-2/>.

beispielsweise weltweit erfolgreich für Geschlechterdiversität in den Verwaltungsräten ihrer Portfoliogesellschaften ein.²⁶

Auch Hedgefonds und weitere institutionelle Investoren engagieren sich inzwischen in ihren Portfoliogesellschaften für Nachhaltigkeitsbelange. Im Jahr 2021 gelang es dem aktivistischen Hedgefonds Engine No. 1 in Zusammenarbeit mit anderen institutionellen Investoren wie BlackRock, auf der Hauptversammlung des Öl-Riesen ExxonMobil drei Sitze im Verwaltungsrat mit nachhaltigkeitsorientierten Mandatsträgern zu besetzen.²⁷ Enkraft versuchte 2022, RWE zur Abspaltung ihres Braunkohlegeschäfts zu bringen.²⁸ Im gleichen Jahr wollte eine Investorengruppe um den Church of England Pensions Board eine Regelung in der Satzung von VW verankern, nach der VW seine klimabezogenen Lobbyaktivitäten offenlegen muss.²⁹ Selbst der Hedgefonds-Manager *Carl Icahn*, angeblich Vorbild für die Figur des rücksichtslosen Börsenhändlers Gordon Gekko in dem Film „Wall Street“, setzte sich 2022 bei McDonald's für das Tierwohl ein.³⁰

Weltweit greifen staatliche Stellen das Konzept des ESG-Stewardships auf. In vielen Ländern gibt es sog. Stewardship Codes. Dabei handelt es sich um Kodizes, nach denen sich institutionelle Investoren zur aktiven Einflussnahme in ihren Portfoliogesellschaften bekennen. Inzwischen konzentriert sich die Mehrzahl dieser Stewardship Codes auf ESG-Belange.³¹ In Deutschland gibt es bisher keinen eigenen Stewardship Code. Allerdings verlangen auch der europäische und der deutsche Gesetzgeber, dass sich institutionelle Investoren in ihren Portfoliogesellschaften für ESG-Belange einsetzen. So fordert Art. 3g Abs. 1 lit. a) Satz 2 der zweiten Aktionärsrechterichtlinie,³² dass sich die Mitwirkungspolitik institutioneller Anleger und Vermögensverwalter auch auf ESG-Belange bezieht. Es zeichnet sich zudem ab, dass der europäische und der deutsche Gesetzgeber zukünftig noch weiter auf ESG-Stewardship setzen werden. Nach dem EU-Aktionsplan: „Finanzierung nachhaltigen

²⁶ Zu Umfang und Wirkung der Maßnahmen *Gormley/Gupta/Matsa/Mortal/Yang*, 149 J. Fin. Econ. 323 (2023).

²⁷ Zur Kampagne Engine No. 1/ExxonMobil noch ausführlich s. u. Kap. 3 B. I. 2.

²⁸ Zur Kampagne Enkraft/RWE noch ausführlich s. u. Kap. 3 B. I. 4.

²⁹ Zur Kampagne Investorengruppe/VW noch ausführlich s. u. Kap. 3 B. I. 5.

³⁰ Zur möglichen Vorbildrolle für Gordon Gekko *Lindner*, Das Mitgefühl eines Finanzhais, FAZ (8. April 2022). Zur Kampagne *Icahn/McDonald's* noch ausführlich s. u. Kap. 3 B. I. 3.

³¹ Vgl. dazu die Beiträge in Katelouzou/Puchniak (Hrsg.), *Global Shareholder Stewardship*, 2022, wonach 21 von 25 besprochenen Stewardship Codes ESG-Belange berücksichtigen.

³² Richtlinie (EU) 2017/828 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2017 zur Änderung der Richtlinie 2007/36/EG im Hinblick auf die Förderung der langfristigen Mitwirkung der Aktionäre, ABl. EU L 132 vom 20.5.2017, S. 1; vgl. dabei zu ESG etwa *Koch*, AG 2023, 553, 559 f.; zudem *Ferrarini*, Riv. Soc. 2020, 27, 30; *Strampelli*, ECCL 2024, 247. Ausführlich zu ESG-Stewardship dabei noch s. u. Kap. 4 C. I. 4. a).

Wachstums“ aus dem Jahr 2018 sollen institutionelle Investoren eine zentrale Rolle dabei spielen, die aus dem Klimawandel und sozialen Problemen resultierenden finanziellen Risiken zu bewältigen.³³ In der im Juli 2021 veröffentlichten aktualisierten Strategie zur Finanzierung einer nachhaltigen Wirtschaft heißt es ausdrücklich, dass die Kommission Rahmenregelungen für Stewardship und Engagement von Anlegern überprüft und untersucht, wie in diesem Zusammenhang die Nachhaltigkeitsziele der EU besser verwirklicht werden können.³⁴ Auch der Abschlussbericht des Sustainable-Finance-Beirats der Bundesregierung aus dem Jahr 2021 empfiehlt, eine Infrastruktur für ESG-Engagement in Deutschland zu schaffen.³⁵

Zudem setzt die internationale Rechtswissenschaft große Hoffnungen auf ESG-Stewardship.³⁶ Sie konzentriert sich vor allem darauf, das bestehende

³³ Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums, COM (2018) 97 final, S. 3, 10f., <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN>; für einen Überblick über die den Aktionsplan umsetzenden Rechtsakte *Klöbn/Jochmann*, KlimaRZ 2022, 12.

³⁴ Strategie zur Finanzierung einer nachhaltigen Wirtschaft, COM (2021) 389 final, S. 18, https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9f5e7e95-df06-11eb-895a-01aa75ed71a1.0003.02/DOC_1&format=PDF; dazu etwa knapp *Felicetti*, 29 Colum. J. Eur. L. 83, 86 (2023).

³⁵ Sustainable-Finance-Beirat der Bundesregierung, *Shifting the Trillions: Ein nachhaltiges Finanzsystem für die Große Transformation*, 2021, S. 36, 128ff., https://sustainable-finance-beirat.de/wp-content/uploads/2021/02/210224_SFB_-Abschlussbericht-2021.pdf. Zudem hat der aktuelle Sustainable-Finance-Beirat erst kürzlich eine „Engagement-Plattform“ für Deutschland gefordert; vgl. Abschlussbericht der Arbeitsgruppe „Engagement-Plattform“ des Sustainable-Finance-Beirats der Bundesregierung, März 2024, https://sustainable-finance-beirat.de/wp-content/uploads/2024/03/SFB_AG_Engagement-Plattform_Abschlussbericht_final.pdf.

³⁶ *Alexander*, 32 J. Appl. Corp. Fin. 24 (2020); *Barzuza/Curtis/Webber*, 93 South. Cal. L. Rev. 1243 (2020); *Battocletti/Enriques/Romano*, 48 J. Corp. L. 541 (2023); *Coffee*, 2021 Colum. Bus. L. Rev. 602 (2021); *Condon*, 95 Wash. L. Rev. 1 (2020); *Condon*, „Green‘ Corporate Governance (March 4, 2024), https://papers.ssrn.com/abstract_id=4556184; *Eccles/Mastagni/Jenkinson*, An Introduction to Activist Stewardship, Harv. L. Sch. F. on Corp. Gov. & Fin. Reg. (1. März 2021), <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/03/01/an-introduction-to-activist-stewardship/>; *Enriques/Romano*, 64 Ariz. L. Rev. 51 (2022); *Gordon*, 47 J. Corp. L. 627 (2022); *Gordon*, Systematic Stewardship: It’s Up to the Shareholders a Response to Profs. Kahan and Rock (August 8, 2023), https://papers.ssrn.com/abstract_id=4521822; *Gordon*, Unbundling Climate Change Risk from ESG (August 22, 2023), https://papers.ssrn.com/abstract_id=4547679; *Kelly*, 21 J. Corp. L. Stud. 467 (2021); *Kühle*, NZG 2023, 1583, 1589; *Puchniak/Varotttil*, 50 J. Corp. L. 617 (2025); *Ringe*, 7:2 Ann. Corp. Gov. 1 (2022); vgl. auch *Ringe*, in: *Enriques/Strampelli* (Hrsg.), Board-Shareholder Dialogue, 2024, S. 242; schon früh *Hess*, 2 Va. L. & Bus. Rev. 221 (2007); grundsätzlich optimistisch auch *Kehrel*, Der Einfluss von Sustainable Finance, 2023; *Fairfax*, in: *Enriques/Strampelli* (Hrsg.), Board-Shareholder Dialogue, 2024, S. 214; knapp *Winterhalder*, Indexfonds in der Corporate Governance, 2022, S. 194ff.; *Fleischer*, DB 2022, 34, 39; *Steuer*, ZIP 2023, 13, 20; *Weller/Benz*, ZGR 2022, 563, 594f.; *Weller/Hoppmann*, AG 2022, 640, 641; etwas zurückhaltender *Enriques/Strampelli*, in: *Enriques/Strampelli* (Hrsg.), Board-Shareholder Dialogue, 2024, S. 1, 14ff.; *Tröger*, FS Cahn, 2024, S. 461, 464ff.; *J. Vetter*, AG 2023, 564,

Engagement institutioneller Investoren für ESG-Belange zu begründen. Nach einem weit verbreiteten Erklärungsansatz betreiben institutionelle Investoren ESG-Stewardship, weil die Externalitäten ihrer Portfoliogesellschaften einen Einfluss auf andere Gesellschaften in ihren Portfolios haben können.³⁷ Auch würden der Klimawandel und soziale Unruhen für institutionelle Investoren systematische Risiken darstellen, die sie nicht diversifizieren können. Aus diesen Gründen hätten institutionelle Investoren einen großen finanziellen Anreiz zum ESG-Stewardship. Einige Rechtswissenschaftler sehen in ESG-Stewardship daher ein wichtiges Instrument, um den Klimawandel und weitere gesamtgesellschaftliche Probleme zu bekämpfen. Weil institutionelle Investoren international agieren, seien sie in einer besseren Position als Staaten, um auf globale Probleme wie den Klimawandel zu reagieren. Dies legt den rechtspolitischen Schluss nahe, die Aktionärsrechte so auszugestalten, dass institutionelle Investoren möglichst effektiv ESG-Stewardship betreiben können. In diese Richtung gehende rechtspolitische Forderungen beziehen sich beispielsweise auf die Erweiterung der Kompetenzen der Hauptversammlung in Bezug auf ESG-Belange, die Schaffung nachhaltigkeitsbezogener Ausnahmvorschriften für die kapitalmarktrechtlichen Regeln zum *acting in concert* und die Einführung eines Stewardship Codes mit einem Schwerpunkt auf ESG-Belangen.

C. Kritik an ESG-Stewardship und Forschungsfragen

Doch umso mehr ESG-Stewardship an Bedeutung gewinnt, desto lauter wird auch die Kritik an dem nachhaltigkeitsbezogenen Verhalten institutioneller Investoren. Institutionelle Investoren wie BlackRock seien „rationale Heuchler“.³⁸ Dass institutionelle Investoren zur Nachhaltigkeit beitragen sollen, führe zu einer „schrittweise[n] Demontage der Kapitalmärkte in Europa“.³⁹ ESG-Stewardship könnte „Kräfte [freisetzen], die der börslichen Preisbildung im freien Spiel von Angebot und Nachfrage entgegenwirken und zugleich die

568ff.; J. Vetter, in: Nietsch (Hrsg.), Nachhaltiges Aktienrecht, 2023, S. 71; ohne Schwerpunkt auf institutionelle Investoren allgemein zu Aktionären in Zusammenhang mit Nachhaltigkeit optimistisch *Keltsch*, Aktionärsrechte und Nachhaltigkeit, 2012; *Schirmer*, ZHR 188 (2024), 60; zudem nun wohl auch *Harf*, Einflussmöglichkeiten der Aktionäre, 2025; vgl. darüber hinaus die Umfrage von *Stroebel/Wurgler*, 142 J. Fin. Econ. 487, 496 (2021), wonach 48 % der 861 befragten Wissenschaftler, Praktiker und im öffentlichen Dienst Tätigen institutionelle Investoren als einen der drei wichtigsten Mechanismen zur Reduktion von CO₂-Emissionen bezeichneten.

³⁷ Zu dem allerdings sehr begrenzten Anreiz institutioneller Investoren, Externalitäten ihrer Portfoliogesellschaften zu internalisieren, noch ausführlich s. u. Kap. 2 A. II. 2.

³⁸ *Christie*, 55 UC Dav. L. Rev. 875, 876 („rational hypocrisy“).

³⁹ *Ekkenga*, WM 2020, 1664.

Koordinaten kapitalmarktlicher Fungibilität verschieben.⁴⁰ Und überhaupt: „Politische Themen sollten im Kongress und im Repräsentantenhaus, nicht aber in den Räumen des Vorstands oder der Hauptversammlung diskutiert werden.“⁴¹ 2022 zogen republikanische Bundesstaaten sogar Geld von BlackRock mit der Begründung ab, der institutionelle Investor würde sich nicht hinreichend auf finanzielle Erwägungen stützen.⁴² Presse und juristische Literatur sprechen bereits von einem „ESG Backlash“.⁴³

Im Einzelnen sind drei Kritikpunkte an ESG-Stewardship auszumachen. Erstens könnte sich ESG-Stewardship negativ auf die adressierten *Portfolio-gesellschaften* auswirken.⁴⁴ Während das ursprüngliche Stewardship-Konzept bezweckte, die Unternehmensleitung der Portfoliogesellschaften besser zu kontrollieren, könnte ESG-Stewardship dem Management eine weitere Ausrede geben, um sich einer externen Kontrolle zu entziehen. Spielt ESG-Stewardship dem Management der Portfoliogesellschaften in die Karten, damit dieses seinen eigenen Vorteil maximieren kann? Entspricht der Einsatz institutioneller Investoren für Umwelt und Gesamtgesellschaft den finanziellen Interessen der Portfoliogesellschaften?

Zweitens könnten institutionelle Investoren ESG-Stewardship auf Kosten ihrer *Anleger*⁴⁵ betreiben.⁴⁶ Institutionelle Investoren setzen sich nicht mit ihrem eigenen Geld, sondern mit dem Geld ihrer Anleger für Nachhaltig-

⁴⁰ *Ekkenga*, WM 2022, 1765 f.

⁴¹ *Gramm/Solon*, Keep Politics Out of the Boardroom, Wall Street Journal (18. Juli 2018) (eigene Übersetzung).

⁴² *Temple-West*, US Republicans pull \$1bn from BlackRock over ESG investing concerns, Financial Times (9. Oktober 2022).

⁴³ *Ramkumar*, Some GOP States Push Against ESG Investing Trend, Wall Street Journal (30. August 2022); *Temple-West/Masters*, Florida to pull \$2bn from BlackRock in spreading ESG backlash, Financial Times (1. Dezember 2022); dazu knapp *Bachmann*, ZHR 187 (2023), 166, 180; *Böhringer/Döding*, AG 2022, R304; *Renner/Kindt*, JZ 2023, 313, 318; jüngst ausführlich *Kuntz*, ZGR 2024, 745, insbes. 749 ff.

⁴⁴ *Kahan/Rock*, 48 J. Corp. L. 497, 508 ff. (2023); *Kahan/Rock*, 15 J. Leg. Anal. 108, 111 ff. (2023); *Mahoney/Mahoney*, 2021 Colum. Bus. L. Rev. 840 (2021); *Sharfman*, 12 Harv. Bus. L. Rev. Online 1 (2021); andeutungsweise *Habersack*, NZG 2023, 1103, 1106; bezogen auf die Vergütung von Verwaltungsratsmitgliedern *Bebchuk/Tallarita*, 48 J. Corp. L. 37 (2022).

⁴⁵ Der Begriff „Anleger“ wird hier und im Folgenden genutzt, weil sich die Arbeit auf einen renditeorientierten Investmentfonds als wichtiges Beispiel für institutionelle Investoren konzentriert; dazu sogleich im Text.

⁴⁶ *Fisch*, 46 Seattle U.L. Rev. 367, 382 ff. (2023); *Fisch/Schwartz*, 102 Tex. L. Rev. 1, 18 ff. (2024); *Gosben/Hamdani*, Will Systematic Stewardship Save the Planet? (February 7, 2024), https://papers.ssrn.com/abstract_id=4605549, sub. I. C.; *Gosling/MacNeil*, CMLJ 18 (2023), 172; *Griffith*, 98 Tex. L. Rev. 983, 1014 ff. (2020); *Kahan/Rock*, 100 B. U. L. Rev. 1771, 1797, 1809 (2020); *Kahan/Rock*, 48 J. Corp. L. 497, 520 ff. (2023); *Mahoney/Mahoney*, 2021 Colum. Bus. L. Rev. 840 (2021); *Paccas*, 25 Theo. Inqu. L. 43 (2024); *Sharfman*, 71 Case West. Res. L. Rev. 1241 (2021); *Sharfman*, 48 J. Corp. L. 463 (2023); *Tallarita*, 76 Vand. L. Rev. 511 (2023); *Tallarita*, 171 U. Pa. L. Rev. Online 1 (2023); in Deutschland *Ekkenga*, WM 2020, 1664, 1669; *Lieberknecht*, 14 Am. U. Bus. L. Rev. 121, 140 ff. (2025);

keitsbelange ein. Können institutionelle Investoren nach dem geltenden Recht im Namen der Nachhaltigkeit auf Kosten ihrer Anleger allgemeine politische Ziele verfolgen? Führt ESG-Stewardship dazu, dass institutionelle Investoren letztlich jede Investmententscheidung rechtfertigen können, mag sie noch so finanziell nachteilhaft für ihre Anleger sein?

Drittens ist fraglich, ob ESG-Stewardship aus *gesamtgemeinschaftlicher* Sicht ein geeignetes Mittel darstellt, um Probleme wie den Klimawandel zu bekämpfen.⁴⁷ Statt der Umwelt und der Gesamtgesellschaft könnte ESG-Stewardship primär dem Marketing der institutionellen Investoren oder der Verhinderung staatlicher Regulierung dienen. Sollte dies der Fall sein, ließe sich daran zweifeln, ob ESG-Stewardship tatsächlich die Probleme der Umwelt und der Gesamtgesellschaft lösen kann. Kann ESG-Stewardship zum gesellschaftspolitischen Ziel der Nachhaltigkeit beitragen? Oder verkehrt es seine auf die Lösung gesamtgemeinschaftlicher Probleme gerichtete Stoßrichtung in ihr Gegenteil, indem es von notwendiger öffentlich-rechtlicher Regulierung ablenkt?

Vor diesem Hintergrund ist eine rechtswissenschaftliche Arbeit von großem Gewinn, die ESG-Stewardship grundlegend und umfassend untersucht. Für den *Rechtsanwender* kann sie systematisch darlegen, welche Instrumente institutionellen Investoren für ihr ESG-Stewardship derzeit zur Verfügung stehen, welche rechtlichen Grenzen sie bei dem nachhaltigkeitsbezogenen Einsatz in ihren Portfoliogesellschaften beachten müssen und welche Pflichten sie in Bezug auf ESG-Stewardship treffen. Für den *Gesetzgeber* kann sie herausarbeiten, ob ESG-Stewardship rechtspolitischen Handlungsbedarf im Aktien- und Kapitalmarktrecht aufwirft. Und für die *Rechtswissenschaft* hat sie Bedeutung, weil sie das in einer Vielzahl von Debatten relevante Argu-

Lieberknecht, in: Bayer et al. (Hrsg.), *Nachhaltigkeitsrecht*, 2023, S. 189, 197 ff.; knapp *Klöhn*, ZHR 185 (2021), 182, 196.

⁴⁷ *Balp/Strampelli*, EBOR 23 (2022), 869; *Bebchuk/Hirst*, 119 Colum. L. Rev. 2029, 2066 ff. (2019); *Fisch*, 46 Seattle U. L. Rev. 367, 374 (2023); *Goshen/Hamdani*, Will Systematic Stewardship Save the Planet? (February 7, 2024), https://papers.ssrn.com/abstract_id=4605549; *Goshen/Hamdani/Raskolnikov*, Poor ESG: Regressive Effects of Climate Stewardship (April 15, 2024), https://papers.ssrn.com/abstract_id=4771137; *Kahan/Rock*, 100 B. U. L. Rev. 1771, 1797, 1809 (2020); *Kaban/Rock*, 48 J. Corp. L. 497, 505 ff. (2023); *Kaban/Rock*, 15 J. Leg. Anal. 108, 122 ff. (2023); *Katelonouzou*, Investor Stewardship: The State of the Art and Future Prospects (January 22, 2024), https://papers.ssrn.com/abstract_id=4470704, sub. IV. A.; *Lund*, 171 U. Pa. L. Rev. 77, 137 ff. (2022); *Mahoney/Mahoney*, 2021 Colum. Bus. L. Rev. 840, 856 (2021); *Strampelli*, 11 Harv. Bus. L. Rev. Online 1 (2021); *Tallarita*, 76 Vand. L. Rev. 511 (2023); knapp *Bainbridge*, *The Profit Motive*, 2023, S. 158 ff.; in Deutschland *KK-AktG/Tröger*, 4. Aufl. 2023, Vor §§ 118 ff. Rn. 29b; knapp wohl auch *Habersack*, NZG 2023, 1103, 1106; ähnlich, aber ohne klare Position *Lieberknecht*, 14 Am. U. Bus. L. Rev. 121, 149 (2025) („Thus, although we should moderate our expectations, we can expect institutional investors to remain vocal and influential proponents of decarbonization.“); ebenso *Lieberknecht*, in: Bayer et al. (Hrsg.), *Nachhaltigkeitsrecht*, 2023, S. 189, 196 f.

Stichwortverzeichnis

Bei der Erstellung des Stichwortverzeichnisses wurden Verweise auf nachfolgende Stellen im Text, Zusammenfassungen und Fußnoten nicht berücksichtigt.

- Abberufung
 - Mitglieder des Aufsichtsrats 214, 221, 286
 - Mitglieder des *board* 395
 - Mitglieder des Vorstands 222f.
 - Vorstandsvorsitzender 108, 222f.
- Ablenkungseffekte 127ff., 412f.
- absentee landlords 18
- Abspaltung
 - Beispiel für umweltbezogenes ESG-Stewardship 40
 - Enkraft/RWE 6, 15, 160, 166f., 169, 173
 - Instrument des ESG-Stewardships 220
 - mitgliedschaftliche Treuepflichten 323
 - Verpflichtung zur Vorbereitung 220
- Abwägungsentscheidungen
 - zwischen gesellschaftspolitischen Belangen 97, 106, 121ff., 137, 140, 214, 347, 402, 428
 - zwischen Nachhaltigkeit und finanziellen Interessen 59ff., 96, 122, 136, 182, 265, 368f., s. *auch* Externalitäten
- acting in concert*
 - §134b Abs. 1 Nr. 4 AktG 361
 - allgemein zur Bedeutung für ESG-Stewardship 8
 - Grenze des ESG-Stewardships 334ff., 338ff.
 - rechtspolitische Diskussion 416f.
- Adidas 264, 267ff.
- agency costs* s. Agenturkosten
- Agenturkonflikte
 - Begriff und Grundlagen 85ff.
 - horizontale 101ff., 310, 415
 - nicht-finanzielle 95, 393, 419
 - zwischen Aktionären und Vorstand 86f.
 - zwischen Anlegern und institutionellen Investoren 95, 105
- Agenturkosten
 - Abbau fundamentaler Grenzen des ESG-Stewardships als gesellschaftspolitisches Instrument 415f.
 - Begriff und Grundlagen 85ff.
 - Berücksichtigung nicht-finanzieller Anlegerinteressen 419ff., 423
 - *Corporate Purpose* 265, 399
 - Dividende unter Mitwirkung des Aufsichtsrats 442, 444
 - Insiderrecht 349
 - investimentrechtliche Interessenwahrungspflicht 330, 416
 - Leitlinien für die rechtspolitische Diskussion 392f.
 - nicht-pekuniäre 86, 89, 95, 330, 393, 410f., 419ff.
 - Quantifizierung 139
 - *Say on Climate* 409ff.
 - *Shareholder Proposal Rule* 397
 - ungeschriebene allgemeine Kompetenz der Hauptversammlung für ESG-Belange 210
 - Verbot des ESG-Stewardships 414
 - zwischen Aktionären und Vorstand 85ff., 95f.
 - zwischen Anlegern und institutionellen Investoren 94f.
- aktienrechtliche Kompetenzordnung
 - s. Kompetenzordnung
- aktienrechtliche Zielkonzeption s. Formalziel der Aktiengesellschaft
- aktienrechtliches Kompetenzgefüge
 - s. Kompetenzgefüge der Aktiengesellschaft
- Aktionäre
 - aktive 16ff., 25, 30ff., 39
 - aktivistische 32f., 47f., 66ff., 79f., 162ff.
 - Blockaktionäre s. Blockaktionäre

- Großaktionär s. Großaktionär
- Mehrheitsaktionäre s. Mehrheitsaktionäre
- Minderheitsaktionäre s. Minderheitsaktionäre
- passive 17, 442
- rationale Apathie s. rationale Apathie
- Stimmrecht s. Stimmrecht
- Träger des Stewardships 30ff.
- Aktionärsdemokratie 405f.
- Aktionärsdialog 406f.
- Aktionärsforum 202, 204
- Aktionärsklage 259f.
- Aktionärsrechte 8, 17, 20, 31, 33, 285, 323, 359, 394, 430
- Aktionärsstimmrecht s. Stimmrecht
- Aktionsplan s. EU-Aktionsplan
- Algorithmen 41
- allgemeine Kompetenz der Hauptversammlung für ESG-Belange
 - ausdrücklich 206f.
 - ungeschrieben 207ff.
- Allianz 264
- Allmendeproblem s. Tragödie der Allmende
- Altruismus 35, 37, 75f., 317
- Alzchem Group AG 225
- Amundi 56
- anekdotische Evidenz
 - Aktionärsklage 260
 - *Success Through Failure* 131
 - Pariser Klimaabkommen 2
 - Vorlage gem. §119 Abs. 2 AktG 225
- Anfechtung
 - Hauptversammlungsbeschlüsse 255ff.
 - Willenserklärungen 268
- Anhörung
 - bei staatlichen Maßnahmen 123
 - einzelner institutioneller Investoren durch die Verwaltung 307f.
- Anlagebedingungen 328ff.
- Anlagehorizont
 - kurzfristig 47, 67, 80
 - langfristig 263
 - unterschiedlich 100
- Anlageperspektive s. Anlagehorizont
- Anleger
 - Anlegerinteresse 328ff., 378, 381
 - Anlegerschutz als Ziel des Kapitalmarktrechts 327
 - nachhaltigkeitsorientierte 3, 344ff.
- Annexkompetenz des Aufsichtsrats 199
- Anreize institutioneller Investoren 56ff., s. auch Anreizproblem institutioneller Investoren
- Anreizproblem institutioneller Investoren
 - §§ 134aff. AktG 368ff.
 - *acting in concert* 417
 - Agenturkosten 105
 - *Corporate Purpose* 272
 - delegierte RL (EU) 2021/1270 381ff.
 - Dividende unter Mitwirkung des Aufsichtsrats 435ff.
 - Ergebnis der rechtsökonomischen Untersuchung 80
 - investimentrechtliche Interessenwahrungspflicht 381
 - Leitlinien für die rechtspolitische Diskussion 393
 - mitgliedschaftliche Treuepflichten 374
 - neue Pflichten zum ESG-Stewardship 423ff.
 - Pflichten als mögliche Lösung 353ff.
 - *Say on Climate* 408
 - *Shareholder Proposal Rule* 397
 - weitere Ansätze zur Lösung 429ff.
- Anreizstruktur 127, s. auch Anreizproblem institutioneller Investoren
- anthropogener Klimawandel s. Klimawandel
- Anti-ESG 225, s. auch ESG Backlash
- Anweisungen s. Weisungen
- Anwohner 41
- Apple s. Jana Partners und CalSTRS/Apple Arbeitnehmer
 - Abwägungsentscheidungen 124f.
 - Anfechtung von Beschlüssen 256
 - Aufsichtsrat 214, s. auch Mitbestimmung
 - Auskunftsrecht der Aktionäre 227, 231, 233f.
 - Ausweicheffekte 114f.
 - Externalitäten 60, 69, 72
 - Formalziel der Aktiengesellschaft 289, 292, 295f., s. auch Formalziel der Aktiengesellschaft
 - Insiderrecht 347
 - Investmentrecht 329
 - Motivation 231
 - Wichtigkeit von Beschlüssen 254
 - Quantifizierung 90
 - rechtsökonomische Bewertung des ESG-Stewardships 81, 90, 96f., 107, 114f., 122, 124
 - Rederecht der Aktionäre 241

- sozialbezogenes ESG-Stewardship 41
 - Übernahmebeirat der BaFin 27
 - Verschwiegenheitspflicht 304
 - Arbeitnehmerbelange 122, 138, 347
 - Arbeitnehmermitbestimmung s. Mitbestimmung
 - Arbeitnehmersvertreter im Aufsichtsrat 443
 - Arbeitnehmerzufriedenheit 41, 58
 - Arbitrage bei staatlicher Regulierung
 - s. Regulierungsarbitrage
 - Arbitragemöglichkeit 345 f., 360
 - Arrow, Kenneth 91
 - Artenvielfalt 40
 - ARUG II 23, 28, 356 f., 359 f.
 - ASOS 114 f.
 - Association Climate Review 171 f.
 - Auflösung der Gesellschaft 374, 395
 - Aufsichtsrat
 - Abberufung s. Abberufung
 - Anforderungen an die Qualifikation 214 f.
 - Beratungskompetenz 213 f., 247, 250
 - Bestellung 212 ff.
 - DCGK s. DCGK
 - Dividende unter Mitwirkung des Aufsichtsrats s. Dividende unter Mitwirkung des Aufsichtsrats
 - Einwirkung institutioneller Investoren 108
 - Entlastung s. Entlastung
 - Gegenkandidat 160 f., 167, 253 f., 380
 - gerichtliche Bestellung 260 f.
 - Gleichbehandlungsgebot s. Gleichbehandlungsgebot
 - Mitbestimmung s. Mitbestimmung
 - nachhaltigkeitsbezogene Kompetenzen 213 f.
 - rechtsökonomische Funktion 285, 436
 - *Say on Climate* 404
 - Sonderprüfung s. Sonderprüfung
 - Sorgfaltspflicht s. Sorgfaltspflicht
 - Überwachungskompetenz als Grenze des ESG-Stewardships 13, 283 ff.
 - Verschwiegenheitspflicht s. Verschwiegenheitspflicht
 - Wahl einer weiblichen Managerin 61 ff.
 - Zulässigkeit der Kommunikation mit institutionellen Investoren 198 ff.
 - Zustimmungsvorbehalt s. Zustimmungsvorbehalt des Aufsichtsrats
 - Aufsichtsratsvorsitzender 166, 198
 - Aufwendungsersatz durch Portfoliogesellschaften 429 ff.
 - Auskunftsrecht der Aktionäre
 - § 131 Abs. 4 AktG 309
 - § 134b Abs. 1 Nr. 1 AktG 359
 - Angelegenheiten der Gesellschaft 227 f.
 - Beispiel für ein formelles Instrument des ESG-Stewardships 34
 - Erforderlichkeit 228 ff.
 - Instrument des ESG-Stewardships 226 ff.
 - kein unerheblicher Nachteil 231 ff.
 - mitgliedschaftliche Treuepflichten 314, 320 f.
 - nachhaltigkeitsbezogene Berichtspflichten in der Satzung 281 f.
 - öffentlichkeitswirksame Maßnahmen 202
 - *Shareholder Proposal Rule* 398
 - Tagesordnungsergänzungsverlangen 252
 - Verschwiegenheitspflicht 305
 - Zulässigkeit der individuellen Kommunikation mit der Unternehmensleitung 198
- Aussprache ohne Beschluss 249, 251 ff.
- Ausweicheffekte 74, 109 ff., 127, 130, 132, 137, 140, 189, 297, 334, 408, 412
- außerordentliche Hauptversammlung
 - s. Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung
- authority* 91
- autoritätsbasierte Zentralgewalt s. Zentralgewalt als Entscheidungsträger
- BaFin 25 ff., 365
- Banken 4, 18, 29 f., 55
- begrenzte Rationalität 99
- Beleidigungen 241, 319
- Bericht über das Abstimmungsverhalten 20, 362 ff.
- Berle, Adolf 54, 86
- Beschlusskontrolle 257 f.
- Beschlussvorlage 244, 251
- Beschützer des globalen Klimas 127,
 - s. *auch* BlackRock
- Bestand und dauerhafte Rentabilität der Aktiengesellschaft s. Unternehmensinteresse
- Bestellung
 - Mitglieder des Aufsichtsrats 212 ff., 260
 - Mitglieder des Vorstands 286
 - Sonderprüfer 242

- Beweis 327, 367
 Bezugsrecht 257f.
 Bezugsrechtsausschluss 257f.
 Bilanzgewinn 100, 215, 219, 253, 442
 Bilder 242, s. *auch* Rederecht der Aktionäre
 Binnenstruktur von Unternehmen 84,
 s. *auch* Neue Institutionenökonomik
 Bipolaritätskonstruktionen 453
 black box 83, s. *auch* Neue Institutionenökonomik
 BlackRock
 – Ablenkung s. Ablenkungseffekte
 – Antwort auf Staatsversagen 107ff., 134
 – Briefe von Larry Fink 5f., 33, 77f., 362,
 s. *auch* Fink, Larry
 – *Condons* Beispielsfall s. *Condons* Beispielsfall
 – *Corporate Purpose* 263, 271f.
 – Diskussion über Zerschlagung 122
 – empirische Studien 175ff., 179, 186, 188
 – ESG Backlash 8f., 77f.
 – Externalitäten 69, 71f., s. *auch* Externalitäten
 – Fälle des ESG-Stewardships 164f.
 – iShares MSCI World ETF 62
 – räumlicher Anwendungsbereich der
 §§ 134aff. AktG 369
 – staatliche Regulierung 76ff., 80
 – Stewardship-Berichte 148ff.
 – wirtschaftliche Bedeutung 4, 56
 Blockadeposition 102
 Blockaktionäre 102
bonding costs 86, s. *auch* Agenturkosten
 Bowen, Howard R. 44f., s. *auch* CSR
 Böhm, Franz 122
 Börsennotierung 11
 BP 112
 Braunkohlegeschäft 6, 15, 160, 166ff., 173,
 323
 Brown, Gordon 18
Brownspinning 111f., 137, 173, 220, 412
 Brundtland-Bericht 42, s. *auch* Nachhaltigkeit
 Bundesamt für Justiz 365f.
 Bundesverband Investment und Asset Management 21f.
Business Judgment Rule
 – Anlegerinteresse 329
 – Entscheidung über Kommunikation mit
 institutionellen Investoren 277
 – Sorgfaltspflicht von Vorstand und Aufsichtsrat 299, 301f.
 – Verschwiegenheitspflicht 304
 – Vorlage gem. § 119 Abs. 2 AktG 223
 – Zulässigkeit nachhaltigkeitsbezogener
 Berichtspflichten in der Satzung 282
 Bußgeld 87, 356, 365f.
 Capital Group Companies 56
 Carbon Major 110, 175, 177, 179
 Carroll, Archie B. 45f., s. *auch* CSR
cash flow news 344
 CDS s. *Credit Default Swap*
chairman of the board 198
 Charles Schwab 176
 check the box 65, s. *auch* ticking the box
 China 2, 118
 Church of England Pensions Board s. In-
 vestorengruppe/VW
 ClientEarth 260
 Climate Action 100+ 340
 CO₂
 – § 134b Abs. 1 Nr. 2 AktG 360
 – *acting in concert* 338f., 342
 – Auskunftsrecht der Aktionäre 226ff.,
 231
 – Berücksichtigung bei der rechtsöko-
 nomischen Bewertung 81
 – *Condons* Beispielsfall 38f.
 – *Corporate Purpose* 272
 – CSDDD 294
 – empirische Studien 175, 177, 186ff.
 – Enkraft/RWE 15
 – ESG-Stewardship als gesellschaftspoli-
 tisches Instrument 96ff., 104, 107, 110,
 112ff., 122, 124f., 128, 130, 138f.
 – ESG-Stewardship als Unterfall des
 klassischen Stewardships 91, 96
 – Externalitäten 60, 69, 74
 – Fälle des ESG-Stewardships 161, 173f.
 – Grundlagen 1ff.
 – Insiderrecht 344, 347
 – Klausel zur Reduzierung in der Satzung
 280
 – Langfristigkeit 47
 – marktweites ESG-Stewardship 65
 – Mitbestimmung 214
 – mitgliedschaftliche Treuepflichten 320,
 322
 – Nichtigkeit von Beschlüssen 255
 – Rederecht der Aktionäre 236f., 239, 241
 – *Say on Climate* 402, 408f., 411f.
 – Schutz der natürlichen Lebensgrund-
 lagen 291
 – Stewardship-Berichte 156

- umweltbezogenes ESG-Stewardship 40
- Unternehmensinteresse 299, 301 f.
- Zulässigkeit der individuellen Kommunikation mit der Unternehmensleitung 197, 200
- Zulässigkeit nachhaltigkeitsbezogener Berichtspflichten in der Satzung 282 f.
- CO₂-Emissionen s. CO₂
- CO₂-Preis s. Preis für CO₂
- CO₂-Reduktionsziele 280
- CO₂-Steuer 98, 128, 130, 302, s. *auch* Preis für CO₂
- Coal India 110
- Coase, Ronald H. 84
- Code for Responsible Investing in South Africa 37
- collective action problem s. Kollektivhandlungsproblem
- Common Ownership 11, 69 f., 176, 179
- Compliance 41
- Comply-or-Explain-Mechanismus 24, 317, 358, 362, 364
- Condons Beispielsfall 38 f., 97 f., 125, 130, 301, 322, s. *auch* ESG-Stewardship als gesellschaftspolitisches Instrument
- consensus* 91
- Corporate Governance
 - §§ 134a ff. AktG 354, 357, 359 f., 362
 - Dividende unter Mitwirkung des Aufsichtsrats 435, 442
 - Eigenverantwortlichkeit des Vorstands 275
 - Erweiterung der Aktionärsrechte 394
 - ESG-Stewardship allgemein 12, 81 ff.
 - ESG-Stewardship als gesellschaftspolitisches Instrument 98 ff., 105, 116, 121, 130
 - ESG-Stewardship als Unterfall des klassischen Stewardships 83 ff.
 - Fremdkapitalgeber 32
 - harte Rechtspflicht zum ESG-Stewardship 428
 - *Say on Climate* 408, 410
 - Teil von ESG 41
 - ursprünglicher Stewardship Ansatz 5, 16, 18 f., 24, 34, 36
 - Verbot des ESG-Stewardships 414
 - verpflichtende Erhöhung der Abgaben für ESG-Stewardship 431
- Corporate-Governance-Belange 442
- Corporate-Governance-Diskussion 35, 444
- Corporate-Governance-Instrument 400, 409 f., 412 f.
- Corporate-Governance-Mechanismus 18
- Corporate-Governance-Themen 171, 414
- Corporate-Governance-Zweck 169
- Corporate Purpose*
 - Beispiele 264
 - Briefe von Larry Fink 5, 263, 271
 - Instrument des ESG-Stewardships 261 ff.
 - Kritik 264 f.
 - Vorstellung des Konzepts 262 ff.
- Corporate Purpose* Klausel
 - *acting in concert* 342
 - Anforderungen an die Verankerung in der Satzung 267
 - Eigenverantwortlichkeit des Vorstands 280
 - Einführung einer verpflichtenden Klausel 399 f.
 - Einordnung in die Kategorien des Aktienrechts 265 f.
 - Rechtsfolgen 267 ff.
- Corporate Purpose* Statements 263, 271
- Corporate Social Responsibility s. CSR
- Credit Default Swap* 349
- Credit Suisse Group 40
- cross-holdings s. wechselseitige Beteiligungen
- CSDDD 293 f.
- CSR 44 ff.
- CSR-Codes 268 f.
- CSR-Klausel 217 ff., 280
- CSR-Richtlinie 45, 292
- CSR2-Richtlinie 292 f.
- culpa in contrahendo* 367
- dangerous placebo* 127
- Datenschutz 41
- DAX-40 4, 55 f., 65, 104, 264
- DAX-40-Gesellschaften s. DAX-40
- DCGK
 - Begriff der institutionellen Investoren 27
 - Disziplinierung der Unternehmensleitung 202
 - Formalziel der Aktiengesellschaft 296
 - nachhaltigkeitsbezogene Überwachung des Vorstands durch den Aufsichtsrat 213
 - Pflichten für institutionelle Investoren 375
 - *Say on Climate* 401

- deadly distraction* 127
 Delaware 395
 Delegation von Entscheidungsbefugnissen 91 ff., 411 f.
 delegierte RL (EU) 2021/1270 331 f., 381 ff.
 deliberative Demokratie 123
 Deliktsrecht 268 f., 325
 Demokratie 122 f.
 Depotstimmrecht der Banken 55
derivative claim 260
 Deutsche Asset Management 422
 Deutsche Bank 40, 56
 Deutscher Corporate Governance Kodex s. DCGK
 Deutschland AG 54 f.
 Dimensional Fund Advisors 176, 422
discount factor news 344
 Diskontfaktor 344
 Diskontierung 73, 344, s. *auch* Opportunitätskosten
 Diversifikation s. Diversifizierung
 Diversifizierung 8, 32, 69 f., 92, 175 f., 363, 408
 Dividende für die Ausübung des Stimmrechts 433 ff.
 Dividende für die Teilnahme an der Hauptversammlung 432 f.
 Dividende unter Mitwirkung des Aufsichtsrats 435 ff.
 Drei-Säulen-Modell 43, s. *auch* Nachhaltigkeit
 Dreiviertelmehrheit 217 ff., 267
 Dreyfus 422
 Druck auf die Unternehmensleitung
 – durch Aktionärsrechte 359
 – durch das Stimmrecht der Aktionäre 379
 – durch das Vergütungsvotum der Hauptversammlung 222
 – durch die Sonderprüfung 242
 – durch ESG-Themen 171 f.
 – durch Meinungsbeschlüsse 247, 250 f.
 – durch öffentlichkeitswirksame Maßnahmen 201 f.
 – *Say on Climate* 410, 412
 – *Shareholder Proposal Rule* 397
 – Unabhängigkeit des Aufsichtsrats 286
 Druck auf institutionelle Investoren 20, 370, 372
 Druck auf Vertragspartner 117
 Druckmittel 359, 379, 410, 412
 dualistisches Leitungssystem 198, 284 f., 404
 DWS 56, 148 ff.
 ECMH 344
economic responsibility 45
 Edmans, Alex 58, 138
 Effizienz
 – als Bewertungskriterium der Rechtsökonomik 51 f., 81 f.
 – als Ziel des Aktien- und Kapitalmarktrechts 195
 – der Kapitalmärkte 327, 343, 346, 419
 – Energieeffizienz 40
 Eigentümerrechte 27
 Einberufung der Hauptversammlung s. Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung
 Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung
 – Eigenverantwortlichkeit des Vorstands 277 f.
 – Instrument des ESG-Stewardships 210, 243
 – mitgliedschaftliche Treuepflichten 324 f.
 Einschreiten staatlicher Stellen 125 f.
 Einstimmigkeit 216, 218, 317
 Einzelaktionäre 275
 Einzelfallausnahme beim *acting in concert* s. *auch acting in concert*
 – Auslegung 336 ff.
 – ESG-Stewardship als Einzelfall 338 f.
 – Fälle des ESG-Stewardships 339 ff.
 – rechtspolitische Diskussion 417
 Einzelunternehmen 110
 Elektromobilität 217
 elektronische Pinnwand 204
 Emissionszertifikatshandel 2, 113, 124, 137
 empirische Belege s. empirische Studien
 empirische Hinweise s. empirische Studien
 empirische Studien
 – Jana Partners und CalSTRS/Apple 170
 – zu finanziellen Folgen des ESG-Stewardships 181 ff.
 – zu nachhaltigkeitsbezogenen Folgen des ESG-Stewardships 184 ff.
 – zum Abstimmungsverhalten institutioneller Investoren 175 ff.
 – zum Einfluss nachhaltigkeitsorientierter Anleger auf die Kapitalmarktpreise 345
 – zum negativen Einfluss aktivistischer Aktionäre auf ihre Portfoliogesellschaften 47 f.
 – zum unterschiedlichen Abstimmungsverhalten institutioneller Investoren 422 ff.

- zur Ablenkung von notwendiger öffentlich-rechtlicher Regulierung 128f.
- zur Auswirkung der Arbeitnehmerzufriedenheit auf den Unternehmenswert 58
- empty voting* 101
- Endziel der Aktiengesellschaft 215, 217
- Engine No. 1/ExxonMobil
 - Beispiel für ESG-Stewardship 6, 40
 - rechtstatsächliche Untersuchung 157ff.
 - Zulässigkeit öffentlichkeitswirksamer Maßnahmen 201
- Enkraft/RWE
 - Abspaltung 220
 - Beispiel für ESG-Stewardship 6, 15, 40
 - Gegenantragsrecht 253
 - rechtstatsächliche Untersuchung 157ff.
- Entlastung
 - *acting in concert* 341
 - Anfechtung von Beschlüssen 255ff.
 - Auskunftsrecht der Aktionäre 230ff.
 - Gegenantragsrecht 253
 - Instrument des ESG-Stewardships 220f.
 - mitgliedschaftliche Treuepflichten 323f.
 - Nichtigkeit von Beschlüssen 255
 - Rederecht der Aktionäre 239, 241
 - *Say on Climate* 405
 - *Shareholder Proposal Rule* 397f.
 - Tagesordnungsergänzungsverlangen 251ff.
 - Vergütungsvotum der Hauptversammlung 222, s. auch Vergütungsvotum der Hauptversammlung
 - Zulässigkeit öffentlichkeitswirksamer Maßnahmen 202
- Entlastungsbeschluss s. Entlastung
- Entscheidungsprozess 91, 437
- Entscheidungsrechte 99, s. auch *Property Rights* Theorie
- E.ON 264
- Erfolg durch Scheitern s. *Success through Failure*
- Ergänzungsverlangen zur Tagesordnung s. Tagesordnungsergänzungsverlangen
- Ermessensreduzierung im Einzelfall 380
- erneuerbare Energien 173, 210, 217, 279
- Ernst and Young 47
- Ersatzregulierer s. *surrogate regulators*
- Erst-Recht-Schluss 224
- Erwartungswert 136, 380
- Erweiterung der Hauptversammlungskompetenzen 8, 394ff.
- ESG Backlash 9, 77f., 154, s. auch Anti-ESG
- ESG-Stewardship s. auch Stewardship
 - Definition 39f.
 - firmenspezifisches 64ff., 161ff., 201, 374
 - Konzepte 36ff.
 - marktweites 64ff., 161ff., 201
 - Verhältnis zu weiteren Begriffen 42ff.
- ESG-Stewardship als gesellschaftspolitisches Instrument 37ff.
- ESG-Stewardship als Unterfall des klassischen Stewardships 37
- ESMA 382
- ETF 62
- ethical responsibility* 46, s. auch Ethik
- Ethik 35, 37, 46, 75f., 241
- EU-Aktionsplan
 - „Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance“ 23
 - „Finanzierung nachhaltigen Wachstums“ 6f., 46f., 331
 - „Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance in der Europäischen Union“ 23
- Exit 4, 11, 382
- Exportschlagler 21
- Externalitäten
 - Begriff und Grundlagen 8, 59ff., 136, 139
 - Berücksichtigung bei der rechtsökonomischen Bewertung 81f.
 - *Corporate Purpose* 264f., 272
 - ESG-Stewardship als gesellschaftspolitisches Instrument 97f., 103f.
 - ESG-Stewardship als Unterfall des klassischen Stewardships 96
 - Internalisierung über Portfolio 68ff., 408
 - Investmentrecht 333f.
 - negative und positive 59f., 69f.
 - Nichtigkeit von Beschlüssen 254f.
 - *Say on Climate* 408
 - Sorgfaltspflicht von Vorstand und Aufsichtsrat 302
- externe Effekte s. Externalitäten
- exzessives Kurzfristdenken s. Kurzfristdenken
- Fachkenntnis 92
- Fachminister der Länder 366
- Fancy, Tariq 127

- Fähnchen im Wind der öffentlichen Meinung *s. auch* Anreizproblem institutioneller Investoren
- Anreize institutioneller Investoren 80
 - rechtspolitische Folgerungen 393, 408
- Fehlallokation von Wirtschaftsgütern 60
- Filter zwischen den Konzepten des ESG-Stewardships 440f.
- Financial Reporting Circle 19
- Finanzkrise 5, 18f.
- Fink, Larry *s. auch* BlackRock
- Ablenkung *s. Ablenkungseffekte*
 - Briefe an CEOs von BlackRocks Portfoliogesellschaften 5, 33, 77f., 263
 - *Corporate Purpose* 263, 271
 - Reaktion auf den ESG-Backlash in den USA 77
- firmenspezifische Risiken 70, *s. auch* systematische Risiken
- FISG 366
- Flüchtlinge 219
- formale Betrachtungsweise *s. Einzelfallausnahme beim acting in concert*
- Formalziel der Aktiengesellschaft
- aktienrechtliches Grundproblem 287f.
 - interessenmonistische Zielkonzeption 288f., *s. auch* Shareholder Value
 - interessenpluralistische Zielkonzeption 289f., *s. auch* Unternehmensinteresse
 - kritische Würdigung 290ff.
 - offene Auslegungsfrage 297f.
- formelle Instrumente des ESG-Stewardships
- Abgrenzung zu informellen Instrumenten 33f., 196, 203
 - Eigenverantwortlichkeit des Vorstands 277ff.
 - rechtstatsächliche Untersuchung 166, 180
- Forstwirtschaft 42, *s. auch* Nachhaltigkeit
- fossile Energien 174, 257
- Frankreich 2, 407
- Frauenanteil 186ff., 213
- FRC *s. Financial Reporting Circle*
- Freifahrtschein 304, 333, 352, 419
- Fremdkapitalgeber 31f., 254, 289
- Fridays for Future 15, 214
- Friedman, Milton 262
- fundamentale Grenzen
- Abbau fundamentaler Grenzen des ESG-Stewardships als gesellschaftspolitisches Instrument 415f.
 - Begriff 273
 - des ESG-Stewardships als gesellschaftspolitisches Instrument 303, 312, 325, 334
 - Eigenverantwortlichkeit des Vorstands 275f.
 - Überwachungskompetenz des Aufsichtsrats 284f.
- Fundamentalwert 344f.
- Fundamentalwertrelevanz 344ff.
- Gazprom 110
- Gegenantragsrecht
- Aufwendungsersatzanspruch gegen die Portfoliogesellschaften 430
 - Beispiel für ein formelles Instrument des ESG-Stewardships 34
 - Dividende unter Mitwirkung des Aufsichtsrats 437
 - Eigenverantwortlichkeit des Vorstands 278
 - Instrument des ESG-Stewardships 253f.
 - *Shareholder Proposal Rule* 254, 397
 - Zulässigkeit öffentlichkeitswirksamer Maßnahmen 202
- Gegenkandidat 160f., 167, 253, 380
- Gegenkandidatur 161
- Gekko, Gordon 6
- Gemeinwohlklausel des AktG 1937 295
- Geopolitik 241
- geregelter Markt 357
- gerichtliche Bestellung des Aufsichtsrats 260, *s. auch* Bestellung
- Geschäftsführungsfragen
- *Shareholder Proposal Rule* 397f.
 - Tagesordnungsergänzungsverlangen 246ff.
 - ungeschriebene Hauptversammlungskompetenzen 210f.
- Vorlage gem. §119 Abs.2 AktG 223f., 314f., 393
- Zustimmungsvorbehalt des Aufsichtsrats 219
- Geschäftsleiter 257, 270, 287, 317
- Geschlechterdiskriminierung 3, 75
- Geschlechterdiversität 6, 41f., 64, 79, 95, 139
- Geschwafel 241, *s. auch* Rederecht der Aktionäre
- Gesellschaftsinteresse
- aktienrechtliche Zielkonzeption 288
 - Auskunftsrecht 232f.
 - Gleichbehandlungsgebot 307, 309ff.

- Insiderrecht 351 f.
- mitgliedschaftliche Treuepflichten 373
- gesellschaftspolitische Abwägungsent-
scheidungen 121 ff.
- Gesellschaftsvertrag 215
- Gesellschaftszweck 211, 215 ff., 265 ff.,
300 f., 314 f., 317, 323
- gesetzgeberisches Rückholrecht 125 f.
- Gewässerschutz 40
- Gewinnverwendungsklausel 206 f., 215,
218 f., 317
- Glass Lewis 164, s. *auch* Stimmrechts-
berater
- Gläubiger s. Fremdkapitalgeber
- Gläubigerrechte 22, 377, s. *auch* Fremd-
kapitalgeber
- Gleichbehandlungsgebot
 - als Grenze des ESG-Stewardships
305 ff.
 - Anhörung einzelner institutioneller In-
vestoren 307 f.
 - Bindung institutioneller Investoren
306 f.
 - Informationsweitergabe an institutio-
nelle Investoren 308 f.
 - rechtsökonomischer Zweck 310, 415
 - rechtspolitische Diskussion 415 f.
 - Umsetzung nachhaltigkeitsbezogener
Forderungen 309 ff.
 - Unternehmensinteresse 310 f.
 - Zweck 310
- Gleichbehandlungsgrundsatz s. Gleichbe-
handlungsgebot
- Gleichlauf zwischen finanziellen Interes-
sen und Nachhaltigkeit 37, 166, 318,
331 f., 368 f.
- Global Compact 39
- globale Breitenwirkung 110, 118, 133
- globale CO₂-Steuer s. CO₂-Steuer
- globaler Süden 71, 115, 209, 226, 228, 231,
237
- GmbH 110, 373
- Goldman Sachs 40
- Grafiken 242, s. *auch* Rederecht der Ak-
tionäre
- Grenzen
 - fundamentale s. fundamentale Grenzen
 - im Einzelfall s. Grenzen im Einzelfall
- Grenzen im Einzelfall 273
- Grøngaard und Bang 351
- Großaktionär 56, 304, s. *auch* Mehrheits-
aktionäre
- Großbritannien 18 ff., 53 ff., 260, 407, 424
- Grünbuch
 - „Corporate Governance von Finanz-
instituten und Vergütungspolitik“ 23
 - „Europäischer Corporate Governance-
Rahmen“ 23
- Grundkapital 204, 217, 243
- Grundlagencharakter des Unternehmens-
gegenstands 279
- Grundrechte 52, 109
- Handgeld s. Dividende für die Teilnahme
an der Hauptversammlung
- Handlungsanweisungen 400
- Hart, Oliver 330
- harte Rechtspflicht zum ESG-Steward-
ship 427 ff.
- Hauptversammlungskompetenzen s. all-
gemeine Kompetenz der Hauptver-
sammlung für ESG-Belange
- Hauptversammlungspräsenz 417, 433
- Hedgefonds
 - Begriff der institutionellen Investoren
4, 29 f.
 - Carl Icahn s. Icahn, Carl
 - Engine No. 1 s. Engine No. 1/Exxon-
Mobil
 - Jana Partners s. Jana Partners und
CalSTRS/Apple
 - nachhaltigkeitsorientiert 6
 - Partizipation an Wertsteigerung 66
 - *Say on Climate* Initiative 400
 - Zusammenarbeit mit großen institutio-
nellen Investoren 66 ff., 162 ff.
- Heidelberg Materials 264
- Henkel 264
- Herr der Geschäftsgeheimnisse 305
- hidden action* 85
- hidden information* 85
- Hilcorp 112
- H&M 114 f.
- Hold-out* s. Blockadeposition
- Holz Müller*-Fall 208, 210
- Holz Müller/Gelatine*-Rechtsprechung
207 f., 211
- homogene Interessen 100 f.
- Icahn, Carl 6, 41, 159, 162 ff., 169, s. *auch*
Icahn/McDonald's
- Icahn/McDonald's*
 - Beispiel für ESG-Stewardship 6, 41
 - rechtstatsächliche Untersuchung 157 ff.
- Ideologien 422 f.
- Impulsgeber 66, 165

- Indexfonds
 – Indexfondsanbieter 5, 42
 – Indexfondsmanager 80, 175 ff., 180, 186 f., 431
- individuelle Kommunikation mit der Unternehmensleitung 197 ff.
- Informationsasymmetrien 92
- Informationshändler
 – § 134b Abs. 1 Nr. 2 AktG 360
 – Insiderrecht 343, 346, 350
 – rechtspolitische Diskussion 419
 – Zweck des Insiderrechts 343
- Informationskosten 92, 94
- Informationsvorsprung 228
- informelle Instrumente des ESG-Stewardships
 – Abgrenzung zu formellen Instrumenten 33 f., 196, 203
 – Eigenverantwortlichkeit des Vorstands 277
 – mitgliedschaftliche Treuepflichten 319 ff.
 – rechtstatsächliche Untersuchung 166 ff.
 – Überwachungskompetenz des Aufsichtsrats 286 f.
- Innenorgan 199, s. auch Aufsichtsrat
- Insiderrecht
 – § 134b Abs. 1 Nr. 1 AktG 360
 – als Grenze des ESG-Stewardships 343 ff.
 – Erwerb von Finanzinstrumenten 347 ff.
 – Offenlegungsverbot 350 ff.
 – rechtspolitische Diskussion 417 ff.
 – Zweck 343, 346
- Institutional Shareholders' Committee* 19
- institutionelle Anleger s. institutionelle Investoren
- institutionelle Investoren
 – Begriff 25 ff.
 – Beispiele 4, 29 f.
 – iSd § 134a Abs. 1 Nr. 1 AktG 28, 354
 – wirtschaftliche Bedeutung 4, 53 ff.
- Institutionenökonomik s. Neue Institutionenökonomik
- Interessenkonflikte des Aufsichtsrats 443
- Interessenkonflikte institutioneller Investoren
 – § 134b Abs. 1 Nr. 5 AktG 361
 – Dividende unter Mitwirkung des Aufsichtsrats 439 f.
 – Grundlagen 63 ff., 67, 74 f.
 – Kritik an den §§ 134a ff. AktG 372
 – *Shareholder Proposal Rule* 397
- Interessenwahrungspflicht s. investmentrechtliche Interessenwahrungspflicht
- Intergovernmental Panel on Climate Change* 1
- Intermediation 421
- Internalisierung von Externalitäten s. Externalitäten
- internationale Breitenwirkung s. globale Breitenwirkung
- Investmentfonds
 – Begriff der institutionellen Investoren 4, 29 f.
 – Beispiel für institutionelle Investoren 11, 56 f., 327 f.
- Investmentindustrie 5, 39, 44
- investmentrechtliche Interessenwahrungspflicht
 – Abbau fundamentaler Grenzen des ESG-Stewardships als gesellschaftspolitisches Instrument 415 f.
 – Ermessensreduzierung 380
 – Grenze des ESG-Stewardships 327 ff.
 – Konkretisierung des Anlegerinteresses in Bezug auf Nachhaltigkeit 328 ff.
 – Lösung des Anreizproblems 381
 – Pflicht zum ESG-Stewardship 378 ff.
 – rechtsökonomischer Zweck 416
 – rechtspolitische Diskussion 415 f.
 – Spannungsverhältnis bei harter Rechtspflicht zum ESG-Stewardship 428
 – Stimmpflicht 378 f.
- Investorengruppe/VW
 – *acting in concert* 340 ff.
 – Beispiel für ESG-Stewardship 6, 40
 – rechtstatsächliche Untersuchung 157 ff.
 – Zulässigkeit nachhaltigkeitsbezogener Berichtspflichten in der Satzung 280
- IPCC s. *Intergovernmental Panel on Climate Change*
- ISS 164, s. auch Stimmrechtsberater
- Jahresüberschuss 215, 218
- James, Christopher 163, 169
- Jana Partners und CalSTRS/Apple
 – *acting in concert* 340
 – Beispiel für ESG-Stewardship 41
 – rechtstatsächliche Untersuchung 157 ff.
- Jensen, Michael C. 87
- Kaldor-Hicks-Kriterium 81 f.
- Kali & Salz* 257 f.
- Kapitalerhöhung 304
- Kapitalismus 163, 241

- Kapitalmarkteffizienzhypothese s. ECMH
 Kaufrecht 3, 268, 271
 Kaufsache s. Kaufrecht
 KAVerOV 332
 Kippunkte 131
 Klageerzwingungsverfahren 260, s. *auch*
 Aktionärsklage
 Kleinaktionäre 395
 Kleinanleger 29, 367, 371, 405, 420, 436f.
 Klimaabkommen von Paris s. Pariser Klima-
 abkommen
 Klimaklagen 3, 125
 Klimakläger s. Klimaklagen
 Klimalobbyismus s. Lobbyismus
 Klimawandel
 – Bekämpfung durch ESG-Stewardship
 8, 10, 38, 189
 – Enkraft/RWE 15
 – Ethik 75
 – EU-Aktionsplan: „Finanzierung nach-
 haltigen Wachstums“ 7
 – Externalitäten 70ff.
 – Grundlagen 1ff.
 – Investorengruppe/VW 162, 167f., 173
 – Pflicht zur Abfrage nicht-finanzieller
 Anlegerpräferenzen 421
 – rechtsökonomische Bewertung 89, 95f.,
 104, 106f., 110, 127f., 131, 133ff., 138f.
 – *Say on Climate* 408, 411f.
 – Schutz der natürlichen Lebensgrund-
 lagen 292
 – Zulässigkeit nachhaltigkeitsbezogener
 Berichtspflichten in der Satzung 282
 Kodexreform 2019 27, s. *auch* DCGK
 Kohlenstoffdioxid s. CO₂
 Kollegialentscheidung 223
 kollektives Gut 2
 Kollektivhandlungsproblem 260, 370f.,
 397, 425, 431, 439f.
 Kommunen 41
 Kompetenzgefüge der Aktiengesellschaft
 285, 392, 399, 403
 Kompetenzordnung 205, 252
 Königsmacher 66f., 165
 konsultative Hauptversammlungsbeschlüs-
 se s. konsultatives Aktionärsvotum
 konsultatives Aktionärsvotum
 – *Say On Climate* 403, 412
 – *Shareholder Proposal Rule* 394ff.
 – Tagesordnungsergänzungsverlangen
 245ff.
 – Vorlage gem. § 119 Abs. 2 AktG 224f.
 Kontrollbesitz 55
 Kontrollinstanz 443
 Kontrollschwelle 417
 Kosten-Nutzen-Rechnung s. Kaldor-
 Hicks-Kriterium
 Kundenzufriedenheit 58
 Kurserwartung 348
 Kurzfristdenken 47f., 67f., 80, 88
 Langfristigkeit 46ff., 88
legal responsibility 45
 legal transplant 395
 Legalitätspflicht 256, 259, 269ff.
 Legitimation durch Verfahren 433
 Leiterzählung 453
 Leitlinien für die rechtspolitische Diskus-
 sion 391ff.
 Levine, Matt 134
 Lieferkette
 – Beispiel für ESG-Stewardship 41
 – Ethik 75
 – Externalitäten 61
 – Grenzen des ESG-Stewardships 282,
 301, 304
 – Instrumente des ESG-Stewardships
 197, 200, 228, 234, 242, 256
 – rechtsökonomische Bewertung 81, 96,
 107, 117, 139
 – *Say on Climate* 410
 LKSG 87, 89, 256
 Lobbyaktivitäten s. Lobbyismus
 Lobbyismus 6, 40, 77, 132f., 161f., 167f.,
 171, 173, 280ff.
 Lobbyregister 133
 Lüth 109
 Lützerath 15
 Machtkonzentration 106, 121ff.
 Manager 3, 44, 54, 61f.
 Marketing 10, 78ff., 105
 Markowitz, Harry 70
 Marktversagen 107
 materielle Betrachtungsweise s. Einzelfall-
 ausnahme beim *acting in concert*
 M&A-Transaktionen 361
 Mayer, Colin 261ff., s. *auch Corporate*
Purpose
 McDonald's s. *Icahn/McDonald's*
 Means, Gardinier 54, 86
 Meckling, William H. 87
 Medaille 327
 Mediatisierungseffekt 208
 Mehrheitsaktionäre 74, 104, 111, 114f., 312,
 s. *auch* Großaktionär

- Mehrheitsbesitz 54, *s. auch* Mehrheitsaktionäre
- Mehrheitsprinzip 204f., 309
- Mehrstimmrechtsaktien 12
- Meinungsbeschluss *s. konsultatives Aktionärsvotum*
- Menschen ohne Heimat oder Obdach 219
- Menschenrechtsverletzungen
- § 134b Abs. 1 Nr. 2 AktG 360
 - *acting in concert* 338
 - Auskunftsrecht der Aktionäre 226, 228, 231, 234, 237, 241
 - Definition von ESG-Stewardship 41
 - ESG-Stewardship als Mittel zur Bekämpfung 3
 - Ethik 75
 - Insiderrecht 344
 - rechtsökonomische Bewertung 81, 96, 107, 112, 114, 139
 - *Say on Climate* 410
 - Stewardship-Berichte 156
 - Unternehmensinteresse 301
 - Verschwiegenheitspflicht 304
 - Zulässigkeit der individuellen Kommunikation mit der Unternehmensleitung 197, 200
 - Zulässigkeit nachhaltigkeitsbezogener Berichtspflichten in der Satzung 282
- Mikromanagement 94, 275, 392, 411
- Minderheitenschutz 244, 313
- Minderheitsaktionäre 32f., 102, 216, 275, 312
- Missachtung des Tierwohls *s. Tierwohl*
- Mitbestimmung 214, 296, 443
- mitgliedschaftliche Treuepflichten
- Abbau fundamentaler Grenzen des ESG-Stewardships als gesellschaftspolitisches Instrument 415
 - Ausnahmefälle 17
 - Bedeutung für die Beschlusskontrolle 258
 - Begrenzung der Aufsichtsratswahl 322
 - eigennützige Rechte 239f., 314, 320f., 323
 - Ergänzungsfunktion 372ff.
 - Grenze des ESG-Stewardships 312ff.
 - Orientierung am Unternehmensinteresse 313ff., *s. auch* Unternehmensinteresse
 - Rechtsmissbrauch *s. Rechtsmissbrauch*
 - Rederecht der Aktionäre 239f.
 - uneigennützige Rechte 314, 322f.
- mittelbare Drittwirkung 109, 291f.
- Mitwirkungsbericht 24, 361ff.
- Mitwirkungspolitik 6, 20, 24, 36, 198f., 294f., 358ff., 367, 370ff.
- Modifizierung der §§ 134a ff. AktG 424ff., *s. auch* Transparenzpflichten der §§ 134a ff. AktG
- monistisches Leitungssystem 198, 285
- monitoring costs* 86, *s. auch* Agenturkosten
- Moral 35, 37, 75f., 79
- moral hazard* 85, *s. auch* Agenturkonflikte
- Motivbündel 80, 169
- MSCI World 62, 104, 186, 188
- Myners Review 19
- Nachhaltigkeit
- Begriff 42ff.
 - enges und weites Begriffsverständnis 43
 - nachhaltige Tätigkeitsbereiche 217
 - Nachhaltigkeitskriterien 3, 117, 187
 - nachhaltigkeitsbezogene Informationen
 - Auskunftsrecht der Aktionäre 226ff.
 - delegierte RL (EU) 2021/1270 383
 - Insiderinformationen 343ff.
 - SFDR 294
 - *Shareholder Proposal Rule* 398
 - Zulässigkeit nachhaltigkeitsbezogener Berichtspflichten in der Satzung 282
- nachhaltigkeitsbezogene Satzungsklausel *s. Satzungsklausel*
- nachhaltigkeitsbezogenes Mikromanagement *s. Mikromanagement*
- National Iranian Oil Co. 110
- natürliche Personen 72, 79, 109, 422
- Nebenbestimmungen 395
- Netz von Verträgen 83
- Neubauer, Luisa 15, 214
- Neue Institutionenökonomik 83f.
- nexus of contracts* *s. Netz von Verträgen*
- nicht-finanzielle Berichterstattung 118, 256, 270, 282f., 292, 398
- Nichtentlastung *s. Entlastung*
- Nichtigkeit von Hauptversammlungsbeschlüssen 254f.
- Niederlande 69
- Norges Bank 56, 164
- Northern Trust 176
- Notre Dame Global Adaption Initiative 71
- nudge 128, *s. auch* Stupser
- Opportunitätskosten 72f.
- Ordoliberalismus 122
- Organadäquanz 411

- öffentlichkeitswirksame Maßnahmen 201 f.
 ökologische Analyse des Rechts 81
 ökonomische Analyse des Rechts
 s. Rechtsökonomik
- Pariser Klimaabkommen 2, 227, 294
 parteipolitische Redebeiträge 241, s. *auch*
 Rederecht der Aktionäre
 Partikularinteresse 316
Pass-Through-Voting 419 ff.
 PEMEX 110
 Pensionsfonds
 – Begriff der institutionellen Investoren 4, 27, 29 f.
 – ERISA 427
 – Investorengruppe/VW 161, 165
 – Jana Partners und CalSTRS/Apple 164
 Petróleos de Venezuela S. A. 110
 Pflicht zur Abfrage nicht-finanzieller Anlegerpräferenzen 421 ff.
 Pflichtangebot 335
philanthropic responsibility 46, 218
 Philanthropie s. *philanthropic responsibility*
 planetare Grenzen 43
planetary boundaries s. planetare Grenzen
 politisches Risiko 76
 Porter-Hypothese 119 f.
 Porter-Stemmer-Algorithmus 151
 Portfolioperspektive 69, 333 f., s. *auch* Externalitäten
 Portfoliotheorie 70
 Prägungswirkung 250, 252, 398, 412
 Preis für CO₂ 133, s. *auch* CO₂-Steuer
 Primark 114 f.
 Principal-Agent-Theorie 84 ff., s. *auch*
 Agenturkonflikte
private enforcement 366 f.
 private Unternehmen 72, 74, 110, 112, 118, 133, 334, 437
 problematische Machtkonzentration
 s. Machtkonzentration
 professionelle Kunden 26 f.
Property Rights Theorie 84, 98 ff.
proxy advisors s. Stimmrechtsberater
 Proxy-System s. US-amerikanisches Proxy-System
public enforcement 365 f.
 Putnam 422
 Pyramidenmodell 45 f., s. *auch* CSR
- quasi-öffentliche Wirkung der Hauptversammlung 282
 quasi-paritätische Mitbestimmung 296
- rationale Apathie 405, 420, 437
 rationale Heuchelei 8, 80
 rationale Heuchler s. rationale Heuchelei
 rationale Zurückhaltung 66
 Realstruktur der Aktiengesellschaft 313
 Rechtsausschuss 295
 Rechtsdogmatik 194 f., 392
 Rechtsfortbildung 199, 207
 Rechtsmissbrauch 320 f., s. *auch* mitglied-schaftliche Treuepflichten
 Rechtsökonomik 13 f., 51 ff., 139 f., 392
 Rechtsrealismus s. US-amerikanischer Rechtsrealismus
 Rechtstatsachenforschung 147 f.
 Rederecht der Aktionäre
 – Angelegenheiten der Gesellschaft 237 ff.
 – Beispiel für ein formelles Instrument des ESG-Stewardships 34
 – Erforderlichkeit zur Beurteilung des Tagesordnungspunkts 241 f.
 – Instrument des ESG-Stewardships 202 f., 236 ff.
 – politische Redebeiträge 237 ff.
 – Rechtsmissbrauch als Grenze 321
 Regulierungsarbitrage 107
 Regulierungsrisiken für institutionelle Investoren 76
Related Party Transactions 102
 Reputationseinbußen s. Reputationsschaden
 Reputationsgewinn 58, 76
 Reputationsschaden 233 ff., 270, 281 f.
residual loss 86, s. *auch* Agenturkosten
 Residualanspruch 32, 99 ff.
 residuales Entscheidungsrecht 100 f.
 residuales Stimmrecht s. residuales Entscheidungsrecht
 Responsible climate lobbying: The global standard 161 f., 167 f., 340
 responsive Funktion der Hauptversammlung 238 ff.
 Responsivität s. responsive Funktion der Hauptversammlung
 return of investment 32
 return on investment 32
 Revolution über das Bilanzrecht 292
 richtlinienkonforme Auslegung 228 f.
risk news 344
- Quanteda* 151
 Quantifizierung 90, 139 f.

- RStudio 151
- Rückholrecht des Gesetzgebers s. gesetzgeberisches Rückholrecht
- RWE 264, s. *auch* Enkraft/RWE
- Sachmangel s. Kaufrecht
- Sachwalterkosten s. Agenturkosten
- Satzung der Aktiengesellschaft 215
- Satzungsbestimmung s. Satzungsklausel
- Satzungsklausel
- *Corporate Purpose* Klausel s. *Corporate Purpose* Klausel
 - CSR-Klausel s. CSR-Klausel
 - ergänzende 267, 280
 - Gesellschaftszweck s. Gesellschaftszweck
 - Gewinnverwendungsklausel s. Gewinnverwendungsklausel
 - Investorengruppe/VW 161 f., 167
 - mitgliedschaftliche Treuepflichten 325
 - notwendiger Satzungsbestandteil 399
 - Unternehmensgegenstand s. Unternehmensgegenstand
 - vom Gesetz abweichende 267
 - Zulässigkeit nachhaltigkeitsbezogener Berichtspflichten in der Satzung 280 ff.
 - Zustimmungsvorbehalt s. Zustimmungsvorbehalt des Aufsichtsrats
- Saudi Aramco 110
- Say on Pay* s. Vergütungsvotum der Hauptversammlung
- Schadensersatzansprüche 199, 259 f., 311, 325 ff., 367
- Schädigungsverbot
- Grenze des ESG-Stewardships 325 ff.
 - mitgliedschaftliche Treuepflichten 315
 - Zulässigkeit der individuellen Kommunikation mit der Unternehmensleitung 199
- Schattenaufsichtsrat 284 f., s. *auch* Aufsichtsrat
- Schuldner 32
- Schutz der natürlichen Lebensgrundlagen 291 f.
- Schweiz 407
- Scope-3-Emissionen 412
- Screen Time 158, 172
- SEC 396
- second best* s. zweitbeste Lösung
- Selbstinformation des Kaufmanns 169
- separation of ownership and control* s. Trennung von Eigentum und Kontrolle
- SFDR 294, 331
- Shareholder Proposal Rule*
- Gegenantragsrecht 254, 397
 - rechtspolitische Diskussion 396 ff.
 - Tagesordnungsergänzungsverlangen 247, 249 f., 396 f.
 - Voraussetzungen 396
 - Vorstellung 394 ff.
- Shareholder Value* 136, 262, 288 f., 298
- Shell 260
- Short-Termism s. Kurzfristdenken
- Sittenwidrigkeit 268 f., 291, 367, 375
- Skandalisierung 171, 222, 226, 236, 242
- Soft Law 296, 375
- Sonderprüfung 242
- Sorgfaltspflicht
- Abbau fundamentaler Grenzen des ESG-Stewardships als gesellschaftspolitisches Instrument 415
 - Aktionärsklage 259
 - Anfechtung von Beschlüssen 257
 - Auskunftsrecht der Aktionäre 234
 - *Corporate Purpose* 270 f.
 - Formalziel der Aktiengesellschaft 287 ff.
 - Gleichbehandlungsgebot 311
 - Grenze des ESG-Stewardships 287 ff.
 - Investmentrecht 331 f.
 - LKSG 87, 89, 256
 - mitgliedschaftliche Treuepflichten 317 f.
 - Zulässigkeit nachhaltigkeitsbezogener Berichtspflichten in der Satzung 281 f.
- Sozialbindung des Eigentums 290
- soziale Akzeptanz 123, 129 f.
- soziale Unruhen 8, 73
- Sozialstaatsprinzip 291
- Spanien 69, 407
- Spenden 209, 217, 219, 280, 422
- SSV Reutlingen* 301, s. *auch* Unternehmensinteresse
- Staatsfonds 111
- Staatsunternehmen 74, 110, 133
- Staatsversagen 106 ff., 302
- Stakeholder Capitalism 5
- StateStreet 5, 56, 80, 149 f., 153, 175 f., 179, 186, 188
- Steuern 2, 108, 288
- Stewardship s. *auch* ESG-Stewardship
- alternative Begriffe 24 f.
 - Begriffsherkunft 20 f.
 - Definition 24 f.
 - Konzept 18 ff.
 - Vorläufer in Deutschland 21 f.
 - Ziele 45 f.

- Stewardship Ansatz s. Stewardship
 Stewardship-Berichte 148 ff., 369, 424
 Stewardship Code
 – allgemein 6
 – rechtspolitische Diskussion 425 f.
 – UK Stewardship Code 2010/2012 19 ff., 372
 – UK Stewardship Code 2020 36 ff., 424
 Stewardship Konzept s. Stewardship
 Stewardship Theater 80
 Stimmpflicht 373, 375 ff., 427 ff.
 Stimmrecht
 – § 134b Abs. 1 Nr. 1 AktG 359
 – § 94 Satz 3 KAGB 375 ff.
 – *acting in concert* s. *acting in concert*
 – Auskunftsrecht der Aktionäre 226, 228, 230
 – Beispiel für ein formelles Instrument des ESG-Stewardships 34, 196
 – Dividende für die Ausübung des Stimmrechts s. Dividende für die Ausübung des Stimmrechts
 – Dividende unter Mitwirkung des Aufsichtsrats 437, 441, 444
 – Durchsetzung der §§ 134a ff. AktG 367
 – empirische Studien s. empirische Studien
 – Gleichbehandlungsgebot 309
 – Instrument des ESG-Stewardships 203 ff.
 – Investmentrecht 328, 378 ff.
 – nach Kapitalanteil 204, 405
 – ökonomischer Wert 379
 – *Pass-Through-Voting* 420
 – rechtsökonomischer Zweck 98 ff., 379
 – Stimmrechtsberater s. Stimmrechtsberater
 Stimmrechtsberater 164, 205, 362, 429
 Stimmrechtsvertretung 354
 Stimmrechtsvollmachten 205
 Stimmrechtszurechnung s. Zurechnung von Stimmrechten
 Streubesitz 54 ff., 86
 Strukturmaßnahmen 211, 361
 Stupser 410, s. *auch* nudge
 suboptimale Entscheidungsergebnisse 93
Success through Failure 130 ff.
surrogate regulators 106
 Sustainable Development Goals s. UN Sustainable Development Goals
 Sustainable-Finance-Beirat der Bundesregierung 7, 426
 systematische Risiken 8, 70, 73 f.
 Tagesordnungsergänzungsverlangen
 – *acting in concert* 341 f.
 – Aussprache ohne Beschluss 251 ff.
 – Beispiel für ein formelles Instrument des ESG-Stewardships 34, 196
 – Eigenverantwortlichkeit des Vorstands 278
 – Enkraft/RWE 15, 160 f., 167
 – Investorengruppe/VW 161, 167, 171, 280 ff.
 – Kosten 93
 – Meinungsbeschluss ohne Bindungswirkung 245 ff.
 – mitgliederschaftliche Treuepflichten 324 f.
 – *Say on Climate* 402
 – verbindlicher Beschluss 244 f.
 – Zulässigkeit öffentlichkeitswirksamer Maßnahmen 202
 – *Shareholder Proposal Rule* 396 f.
 Taxonomie-VO 294
 teleologische Gesichtspunkte 228, 337
 teleologische Perspektive 224
 teleologische Reduktion 349 f.
 ticking the box 428, 432, 434, s. *auch* check the box
 Tiering System 424 f.
 Tierwohl 3, 6, 41, 44, 61, 75, 90, 115, 139, 159
 Token 151
Trade-Offs s. Abwägungsentscheidungen
 tragedy of the commons s. Tragödie der Allmende
 Tragödie der Allmende 2
 Transaktionskosten 84, 93 f., 99, 139, 411
 Transaktionskostentheorie 84
 Transparenzpflichten der §§ 134a ff. AktG
 – Inhalt der Pflichten 358 ff.
 – Kritik 367 ff.
 – persönlicher Anwendungsbereich 354 ff.
 – räumlicher Anwendungsbereich 356 ff., 369
 – Rechtsdurchsetzung 365 ff.
 – Stewardship Ansatz als Hintergrund 22 ff., 367, s. *auch* Stewardship
 Treibhausgase 1 f., 400
 Trennung von Eigentum und Kontrolle 86
 Treuepflichten *siehe* mitgliederschaftliche Treuepflichten
 Trittbrettfahrer 63
 Trittbrettfahrerproblem 63
 UK s. Großbritannien

- UK Stewardship Code s. Stewardship Code
- Umgebungsschutz 335, 417
- Umkehrschluss 199, 347
- Umwelt
 - Anfechtung von Beschlüssen 256
 - Anlegerinteresse 329
 - Auskunftsrecht der Aktionäre 233 ff.
 - Definition von ESG-Stewardship 36, 39 f.
 - Gleichbehandlungsgebot 310
 - Grenzen des ESG-Stewardships 273
 - Nachhaltigkeit 43
 - nachhaltigkeitsbezogene Satzungsklauseln 218 f.
 - Nichtigkeit von Beschlüssen 254
 - rechtsökonomische Untersuchung 82, 90, 106, 112, 124
 - rechtspolitische Diskussion 403, 407, 409 f., 413
 - rechtstatsächliche Untersuchung 156, 169, 173, 175 ff., 184 ff.
 - Schutz der natürlichen Lebensgrundlagen 291 f.
 - Schutz durch ESG-Stewardship 4 f., 9 f., 36
 - Unternehmensinteresse 300
 - Verschwiegenheitspflicht 304
- Umweltaktivisten 128
- Umweltbericht 347
- umweltbewusste Kunden 235
- umweltbezogene Auslegung 291
- umweltbezogener Aktionärsvorschlag 177
- umweltfreundliche Ausrichtung 423
- umweltfreundliche Produktionswege 65, 88
- Umweltökonomik 81
- Umweltpolizei 78
- Umweltrisiken 5, 40
- Umweltschäden 81, 235
- umweltschädliche Entsorgung 116
- umweltschädlicher Geschäftsbereich 112, 122
- Umweltschutz 45, 104, 122, 291, 330, 409, 421
- Umweltschutzinitiativen 361
- Umweltskandale 304
- Umweltvorschriften 256
- UN Global Compact s. Global Compact
- UN Principles for Responsible Investment 36, 176 f., 180 f., 183, 185
- UN Sustainable Development Goals 43
- uninformierte Stimmabgabe 428 f., 434, 441
- Universal Ownership s. Common Ownership
- unnötige Wiederholungen 241, s. *auch* Rederecht der Aktionäre
- UNPRI s. UN Principles for Responsible Investment
- unrealistische Alternativen 133 f.
- Unternehmensgegenstand 210 f., 216 f., 266, 279, 283, 374 f.
- Unternehmensinteresse s. *auch* Formalziel der Aktiengesellschaft
 - Art. 10 Abs. 1 MAR 352 f.
 - Auskunftsrecht der Aktionäre 229 f., 232 f.
 - Begriff und Grundlagen 289 f.
 - DCGK 296
 - Entlastung 256 f.
 - Gleichbehandlungsgebot 310 f.
 - Grenzen 300 ff.
 - Kritik 297 f.
 - mitgliedschaftliche Treuepflichten 314 ff.
 - Schädigungsverbot 326
 - Verschwiegenheitspflicht 304 f.
- USA
 - Aktionärsstruktur 53 ff.
 - Anti-ESG 225
 - CalSTRS 164
 - ESG Backlash s. ESG Backlash
 - flankierende staatliche Maßnahmen 118
 - Folgen des Klimawandels 71
 - Rechtsrealismus s. US-amerikanischer Rechtsrealismus
 - *Say on Climate* 407
 - *Shareholder Proposal Rule* s. *Shareholder Proposal Rule*
 - *Shareholder Value* 298
- US-amerikanischer Rechtsrealismus 14
- US-amerikanisches Gesellschaftsrecht s. Delaware
- US-amerikanisches Proxy-System
 - allgemein 395, 399
 - Proxy-Unterlagen 396
- Utilitarismus 52
- Übereinkommen von Paris s. Pariser Klimaabkommen
- Übernahmebeirat der BaFin 27
- Überpessimismus 132
- Vanguard 5, 56, 80, 149 ff., 153, 175 f., 179, 186, 188, 369

- Veranstaltung der Aktionäre 288, *s. auch*
 Formalziel der Aktiengesellschaft
 Verantwortungskonzept 20f., 30, 46
 Verboordisierung des Aufsichtsrats 198
 Verbot des ESG-Stewardships 414
 verbundene Unternehmen 227, 237
 Vereinheitlichungseffekte 438
 Vereinigte Staaten von Amerika *s. USA*
 Vergütungsvotum der Hauptversammlung
 – Instrument des ESG-Stewardships
 221f.
 – *Say on Climate* 250f.
 – Tagesordnungsergänzungsverlangen
 250f.
 – Zulässigkeit öffentlichkeitswirksamer
 Maßnahmen 202
 Verhältnismäßigkeitsgrundsatz 109
 Verhinderung staatlicher Regulierung 10,
 67f., 76ff., 105
 Verletzung von Menschenrechten *s. Men-*
 schenrechtsverletzungen
 Vermittlungsausschuss 377
 Vermögensverwalter
 – allgemein 4, 56, 127
 – iSd § 134a Abs. 1 Nr. 2 AktG 6, 24, 28,
 294, 354ff., 368
 verpflichtende Erhöhung der Abgaben für
 ESG-Stewardship 431f.
 Verpuffen positiver Effekte 113ff.
 Verrechtlichung von ESG-Belangen 46, 87
 Verschwiegenheitspflicht 281f., 303ff.
 Versicherungen 4, 29f.
 verständiger Anleger 344ff., 360
 Verteilungsfragen 82
 Verteilungsgerechtigkeit *s. Verteilungs-*
 fragen
 Vertrauenszug 108, 221f., 398
 Verwaltungsgebühr 62, 69, 78, 428
 Verwaltungsrat 6, 41f., 158f., 164, 166f.,
 170, 173, 186ff., 260, 263
 Verwaltungsratsmitglied 164, 166, 170,
 173, 186
 Verwässerung 208, 258
 Verweigerung der Entlastung *s. Entlastung*
 vinkulierte Namensaktien 364
 Voice 4, 382
 Volkssouveränität 122
 Vonovia 264
 Vorstand
 – Abberufung *s. Abberufung*
 – Bestellung *s. Bestellung*
 – Eigenverantwortlichkeit als Grenze des
 ESG-Stewardships 274ff.
 – Entlastung *s. Entlastung*
 – Leitung der Aktiengesellschaft 274ff.
 – Sorgfaltspflicht *s. Sorgfaltspflicht*
 – Vergütung *s. Vorstandsvergütung*
 – Verschwiegenheitspflicht *s. Verschwie-*
 genheitspflicht
 – Vertrauenszug *s. Vertrauenszug*
 Vorstandsvergütung
 – § 134b Abs. 1 Nr. 1 AktG 359
 – ESG-Ziele 90, 221f., 286
 – rechtsökonomische Bewertung 90
 – Überwachungskompetenz des Auf-
 sichtsrats 286
 – variable 90
 – Vergütungsvotum der Hauptversamm-
 lung *s. Vergütungsvotum der Hauptver-*
 sammlung
 – Zulässigkeit der individuellen Kom-
 munikation mit der Unternehmenslei-
 tung 200
 Vorzugsaktien 379
 VW 90, *s. auch* Investorengruppe/VW

 Walker, David *s. Walker Review*
 Walker Review 18f., *s. auch* Stewardship
 wechselseitige Beteiligungen 54
 Weisungen 200, 274ff., 284, 443
 Weisungsfreiheit 274f., 284f., 443
 Wertentwicklung des Aktienmarktes 73
 Wettbewerb der Gesetzgeber 401
 Wettbewerb institutioneller Investoren um
 Anleger 78, 422, 440
 Wettbewerbsbedingungen 113ff., 117, 127
 Wettbewerbsdruck 115
 Wettbewerbsmarkt 74, 118, 297, 409
 Wettbewerbsnachteil 114, 132, 137
 Wettbewerbsrecht 11
 Wettbewerbsvorteil 117
 Who Cares Wins 39f.
 Willensbildung 240f., 249, 336
 wirtschaftliche Eigentümer 18, 86
 Wirtschaftskrise *s. Finanzkrise*
 Wohlfahrt 51, 81, 86, 107
 Wohlfahrtsverluste 86

 Zara 114f.
 Zeithorizonte 92
 Zentralgewalt als Entscheidungsträger 92
 Zieldreieck 43, *s. auch* Nachhaltigkeit
 Zielkonflikte *s. Abwägungsentscheidungen*
 Zielkonzeption *s. Formalziel der Aktien-*
 gesellschaft
 Zingales, Luigi 330

- Zufallsmehrheiten 420
- Zurechnung von Stimmrechten 334ff., 339, 341 f., *s. auch acting in concert*
- Zustimmungsvorbehalt des Aufsichtsrats 213 f., 219 f.
- Zweckentfremdung des Entlastungsbeschlusses 405, *s. auch Entlastung*
- zweitbeste Lösung 133 f.
- zweite Aktionärsrechterichtlinie
- Einfluss auf das Investmentrecht 331
 - Formalziel der Aktiengesellschaft 294 f.
 - Hintergrund der §§134ff. AktG 6, 31 f., 34 ff., 353, 355, 357, 360, 363 f., 366
 - Konzept des ESG-Stewardships 368 f.
 - rechtspolitische Diskussion 424 f.
 - Verhältnis zur delegierten RL (EU) 2021/1270 382
 - vorherige Entwicklungen auf EU-Ebene 22 f.
 - zweite gesellschaftsrechtliche Richtlinie 306